中国经济开放论坛

潘英丽 黄益平 主编

激辩去杠杆

如何避免债务—通缩

潜在的债务风险，是中国经济的一枚不定时炸弹

高杠杆从何而来？对股市、楼市有何影响？出路在哪里？

15位知名经济学家 为你抽丝剥茧来拆弹

关于“去杠杆”问题当前最权威的分析

潘英丽 陆铭 谭小芬 徐建国 施康
王鹏飞 王立升 黄益平 鲁政委 邵宇
汪涛 夏乐 余永定 陆婷 胡伟俊



中信出版集团 · CHINACITICPRESS

版权信息

书名:激辩去杠杆：如何避免债务—通缩

作者:潘英丽,黄益平

ISBN:9787508663289

中信出版集团制作发行

序

2015年末的中央经济工作会议提出了新的一年“去产能、去库存、去杠杆、降成本和补短板”的五大任务。其中去产能、去库存和去杠杆很大程度上是同一过程的不同侧面，其艰难险阻都是不容低估的。高杠杆任其发展极易陷入“债务—通缩”的恶性循环，而不当的去杠杆则有可能促使经济直接跌入“债务—通缩”陷阱。为此，我们财经研究领域的多个微信群都十分关注如何去杠杆的问题，认为有深入讨论的必要。在挪威银行上海代表处高级经济学家王红林博士的倡议下，2016年1月12日来自北京、上海和香港的部分大学教授和投资银行的首席经济学家们在上海交通大学安泰经济与管理学院召开了“中国经济去杠杆”的专题研讨会。会议期间我们俩共同发起了以“中国经济开放论坛”命名的学术与政策研究论坛。论坛具有开放性，没有学科专业、理论流派和研究范式的限制，可由关注和研究中国经济的海内外学者和金融机构的首席经济学家共同参与。论坛由上海交通大学安泰经济与管理学院、上海交通大学中国发展研究院和北京大学国家发展研究院联合主办，将不定期地在上海和北京两地举行专题研讨会，对中国经济改革发展过程中的重大理论、实践和趋势性问题进行多视角的研讨和交流。本论文集是“中国经济开放论坛”的第一个研讨成果，体现了与会专家的集体智慧和理性认识，供关心中国债务问题和通货紧缩风险的财经管理者和政府部门制定政策时参考。

论文集的第一部分讨论了中国经济杠杆率的现状。

高杠杆作为中国经济增长过程中的一个重要特征本身没有太多争议。但究竟有多高？《杠杆下的中国：流动性过剩与信贷错配》(施康、王立升)一文提供了一个国际比较分析成果，揭示中国经济杠杆中

大约有1/3是由中国特殊因素引起的，比国际平均水平高出50％。在流动性过剩的背景下信贷资源的错配带来很大风险。企业融资的激励机制严重扭曲，中小型企业与私营企业融资越来越难，而信贷资源错配于大企业与低效率企业的问题出现明显恶化。因此，需要根据不同企业的规模、所有制、所处行业和区域的特征，鼓励“好的杠杆”，去掉“坏的杠杆”，优化信贷资源的配置。《中国企业杠杆率现状、影响及去杠杆的对策》(谭小芬)一文对中国企业债务的产业结构、企业结构、债务集中度及其动态变化态势进行了细致深入的分析，追索了杠杆是如何加起来的，提出：“宽松货币政策会提升杠杆；高杠杆的情况下，紧缩货币政策却未必会降低杠杆。”《中国债务的虚与实》（胡伟俊）一文聚焦中国债务问题，逐一探究并回应了中国目前债务水平的高低、债务危机发生的可能，追溯中国债务问题的来龙、思索其可能的去脉。向我们剖析了中国非金融债务的六大特征，并且富有洞察地指出：目前国内对债务危机的担忧，大多并未触及问题的根本——中国债务问题的根源，在于体制性造成的高储蓄。最后，向我们描绘了中国未来去杠杆之路的两种可能情景。

高杠杆对于中国经济是一个“成也萧何，败也萧何”的核心要素，根源于很多“中国特色”的制度环境。中国实体经济和金融的关系与发达国家以及其他发展中国家都有很大的不同。发达国家企业更多依靠内部资本积累，外部融资除了银行信贷外还较多借助股票和债券市场。大多数发展中国家由于金融欠发达，经济发展相对缓慢，杠杆率也低。相比较，中国经济的高速增长很大程度上依赖高投资，而高投资主要得益于高储蓄背景下银行信贷的高速增长。我们认为，中国经济增长的高杠杆特征与银行体系的国家信用担保有重要关系。首先，国家控股商业银行对国有企业和地方政府的放贷存在“肉烂在同一口锅里”的所有制基础。其次，国家信用担保还助长了借贷双方的道德风险，使信贷的膨胀超出了合理的边界。这是中国社会资源错配和投资泡沫膨胀的制度背景。中国经济高杠杆的另外一个原因在于城市土地的国有制性质为地方政府获取银行贷款盘活资源存量提供了重

要的抵押品支持。这使地方政府主导的道路与城市基础设施建设的正外部性可能通过土地的升值而内部化，进而形成了中国基础设施建设的特定运行模式，成为21世纪中国经济高速增长的重要决定因素。但是省地县乡各级政府追求短期政绩的内在冲动与挤占银行资金的软预算约束终于让事态走向了反面。最后，股票市场功能的扭曲与瘫痪显然也是中国经济过度依赖银行信贷并导致杠杆过高的重要原因。

论文集的第二部分讨论了高杠杆的危害及其风险。

《警惕中国公司债务危机》(陆婷、余永定)一文揭示了企业高杠杆的动态变化趋势及其不可持续性。《信贷外部性与过度借贷》(王鹏飞)一文则以生动的例子阐述了高杠杆危害的相关理论，将过度信贷的负外部性归纳为资产市场的“投降式抛售”(fire sales)。资产泡沫和信贷市场多种均衡可能引起蝴蝶效应，信贷收缩与“跑路”的关系可作为蝴蝶效应一个很好的注解。《越降越高的杠杆》(徐建国)一文也揭示了在杠杆问题上货币政策作用的不对称性，认为财政尚有空间，应以政府负债置换企业负债以换取结构调整的时间。

多位作者认为，潜在的债务风险，是中国经济的一枚不定时的炸弹，拖延下去会引发全面通缩，导致传统经济持续低迷或萧条。这里存在费雪的“债务—通缩”机制，当高杠杆引发银行收缩信贷时，借款人平仓或甩卖对价格形成打压，生产者价格下降导致实际利率上升，债务负担进一步增加，以此形成恶性循环。另外，伯南克的金融加速器理论在中国也同样有其适用性。当企业盈利能力下降、资产或抵押物估值下降，将导致资产负债表恶化。我国上市公司经营状况的恶化与股票市值的不断收缩似乎也存在这样的正反馈机制。高杠杆会自我加速，导致资源的进一步错配，加大违约和“跑路”的道德风险，并使经济预期全面恶化，引发失控的金融市场震荡。

但是，简单的货币和信贷收缩则会导致需求萎缩，产能与库存的进一步积累和生产者价格的持续下降，成为强化债务—通缩的外生性

冲击。那么如何才能安全有效地降低已经过高的杠杆？

论文集的第三部分讨论了国际与国内去杠杆的历史经验。

《去杠杆国际经验的反思》(夏乐)一文认为，国外去杠杆经验大都是发生金融危机后的“被动”去杠杆。最先是私营部门出现大规模违约破产，连累金融机构破产。然后金融机构开始整顿和收缩，导致信用创造能力下降，那些未破产的企业和家庭则跟着被迫去杠杆；最后是各国中央银行不得不采取极度宽松的货币政策进行补救。这对中国借鉴意义不大。相比较，在微观层面，企业需要在减少投资、降低股利和削减工资或裁员之间进行抉择，很多情况下需要三者并行，达到去杠杆的效果。海外华人辜朝明的阴阳经济周期理论曾分析，日本企业资不抵债进入阴性周期后长期致力于修复资产负债表，即使盈利也不再投资，成为日本失去20年的重要原因。潘英丽引用了之前所做的1901—2010年间发达国家政府去杠杆的历史统计分析成果，指出中高速的经济增长加上可控的温和通胀是去杠杆取得成功的普遍经验。去杠杆超过50％的国家都保持了4％的实际增长和4％的通货膨胀；相反，接近通缩的国家去杠杆基本上都不成功。

《中国反危机的经验与决策》(潘英丽)一文中总结了改革开放以来的两次调整期中政府去杠杆的经验。一次是20世纪80年代后期国有企业亏损和中央财政存在严重赤字的情况下，政府通过“拨改贷”实施银行功能财政化，将国有企业亏损与财政负担向国有银行转移；另一次是1997年东南亚金融危机后国有银行和国有企业均出现资不抵债的情况下，通过“围魏救赵”的股票市场功能财政化，帮助国有企业和银行体系补充资本金。银行融资功能得以恢复，并支持了经济高增长。长期以来，中央政府通过压低生产要素价格的金融抑制政策补贴国有部门，以促进固定资产的投资和经济增长；并在需要的时候对不同部门或利益集团的资源进行再分配，实现危机成本的社会化转移或分摊，以达到维持社会、经济和金融稳定的效果。但是长期来看，这

种结构扭曲的成本转移造成严重的效率损失和贫富差距的扩大。某些利益集团凭借特权获取长期补贴，某些利益集团受到持续的伤害。特别是特权利益集团做大后阻碍改革的推进，更使中国金融和经济的结构扭曲与社会矛盾不断加深。

论文集的第四部分提出了化解高杠杆、避免债务—通缩的对策。五位作者通过六篇论文，分别从宏观、部门、地区、股市、汇市和多目标兼容的综合层面，多视角探讨并提出去杠杆的政策建议。

《当前降低宏观杠杆的政策选择》（汪涛）一文指出，2008年以来宏观杠杆(负债与GDP之比)增加了70％。其一需要通过稳增长防通缩做大分母。这要靠积极的财政政策；但央行补水也很重要，除了稳增长、降债务成本，还可以起到稳定通缩预期的作用。其二是做小分子，即通过债务重组和核销坏账，削减债务存量，通过降低利率和债务成本削减债务增量。降杠杆需要控制风险，把握速度，把握做大分母和做小分子之间的平衡。

《大力补短板，小心移杠杆》（邵宇）一文认为，当下中国经济问题的核心在于如何重建激励机制和让农民工分享增长成果。应建立一支10万亿元量级的公共服务均等化基金，完成1万亿元的农民工安置(人均一般转移支付10万元)，为他们提供公共服务，主要投向教育、医疗、就业、文化等公共服务，兼顾公共住房、旧城改造、智慧城市等。此举可带来新的生产力和新的需求。

《突破股市稳健发展的制度瓶颈》（潘英丽）一文就如何突破制度瓶颈促进股市稳健发展提出“一个中心、两个基本点”的改革思路。发挥市场配置资源的决定作用需要：(1) 提高市场整体投资价值；(2) 提高金融犯罪成本。建立有效的立法、司法和执法制度，是退出行政管制、引入发行注册制的前提条件。健全法律制度更深层次的问题在于如何推进行政和政治体制改革，实现政府立场和职能的真正转变：从帮企业筹集廉价资本，转到保护投资者防范商业欺诈；从

亲企业、重GDP，转到亲民众、重社会公平和正义。这是股票市场健康发展的核心所在。

《汇率机制：杠杆的枢纽》（鲁政委）一文认为，汇率机制是杠杆的枢纽。基本逻辑是企业负债率与其所在行业的可贸易程度相关，其原因在于人民币有效汇率高估降低了这些行业的盈利能力。文章引入11个新兴市场经济体的算术平均有效汇率与人民币有效汇率的比较，2011年以来这一人民币相对有效汇率已高估40％。其变化态势与GDP增长率、财政决算赤字率，以及社会融资总额GDP占比在统计图表上都有明显的正向联系。而人民币有效汇率持续高估，很大程度在于盯住美元的汇率制度安排使人民币汇率随美元升贬而高估或低估。因此需要尽快完成人民币汇率形成机制的改革，实现人民币汇率的自由浮动。

《去杠杆需要结构性策略》（陆铭）一文认为，去杠杆要有结构视角与空间思维。必须尊重区域经济和城市发展的客观规律，对于东部(特别是大城市)要充分拓展其规模效益，释放增长潜力，以做大分母的方式降杠杆，而对内地(中小城市)则主要采取破产、核销、债务重组、债务置换等降低分子的方式。经济和人口集中在少数都市圈，既有利于效率、又有利于平衡，即实现人均GDP的均等化。因此建设用地指标的配置应与人的流动方向一致起来，以此促进人口流动。制造业和服务业规模效益强，集聚(人多、企业多)有利于提高人均GDP；而农业、旅游、资源等产业的产出分别受到土地、风景、资源数量制约，这些产业需要减人来提高人均GDP。为此不同地方应实施差别化的公共政策。中央政府应对人口流入地增加公共服务和基础设施投入，促进人口在流入地安居乐业；而在人口流出地，应放弃对GDP增长的考核，加强对当地公共服务和基础设施的转移支付，减少对偏离当地比较优势的无效产业进行投资。

最后，《多重目标兼容的去杠杆政策》（潘英丽）一文以多目标兼容的视角提出了“财政精准刺激+货币定向宽松”的综合方案。文章建议，省政府发行10年期债券，以议价折让方式收购重点县城库存房产，以小额现金支付的福利分房置换农民宅基地转为农业用地，并加大这些卫星城市的公共产品与服务的供给。农村居民的农地经营权可长期出租给现代农业公司，促进农业现代化发展。农村留守老人和儿童进城集中居住既可提高公共基础设施的规模效益，又可刺激消费需求，促进商业和民营经济发展。另外，中央政府需要发行10年期国债，为去产能过程中劳动者的分流安置和再培训再就业工程提供资金支持。建议政府发放避免倒卖的实名虚拟教育券，由下岗工人或农民工自行选择专业技能学习，实现再就业，并以此促进教育培训产业的繁荣与优胜劣汰。两类债券可分别由商业银行和中央银行购买，以实现货币信贷的定向宽松。此方案的成功条件是实现中高速经济增长和适度可控的通货膨胀。因此需要辅以人民币10％左右的一次性贬值(并向±5％的窄目标区管理浮动汇率制度切换)、强化的外汇管制、避免房地产泡沫的再行膨胀等维护汇率和金融市场稳定的相关举措。

我们关于创设开放论坛的创意主要源于杰弗里·萨克斯曾在其《贫穷的终结》一书中呼吁，探索一种把理论与实践、一般原理与具体情况结合起来的“临床经济学”。他认为，科学研究在几乎互不关联的各专业领域分别进行，很少交织在一起；即使解决复杂系统的难题，人们也大多只在各自领域寻求对策，因此很难找到正确的药方。对此我们深切认同。当今世界，经济金融全球化正在不断加深，而参与其中的复杂中国正面临前所未有的挑战。世界之复杂，信息之爆炸式增长，已经超越了我们个人的认知能力。个人对这个世界的认识无异于盲人摸象，但是这并不排除盲人摸象后坐下来交流仍有可能把握大象的全貌。我们倡导并联合主持“中国经济开放论坛”的基本宗旨就是将其建成这样一种盲人摸象后的交流平台，一个对中国经济重大发展问题进行多方会诊的平台，以期弥补经济学家个人的局限性，并在为政府决策提供分析依据方面做出微薄的贡献。

潘英丽 黄益平

2016年3月

作者简介

胡伟俊

加州大学戴维斯分校博士。麦格理集团首席中国经济学家。2013年加入麦格理负责中国经济研究，曾任美银美林和中金公司经济学家。

陆铭

上海交通大学经济学院特聘教授，中国发展研究中心主任。担任《经济学》(季刊)副主编。曾作为富布莱特学者工作于美国哈佛大学和国家经济研究局(NBER)，作为兼职(客座)研究员受聘于复旦大学、北京大学林肯研究院和日本一桥大学。曾担任世界银行和亚洲开发银行咨询专家。研究领域为劳动经济学、城乡和区域经济发展。研究成果获得包括全国百篇优秀博士论文、上海市哲学社会科学一等奖、教育部中国高校人文社会科学研究优秀成果奖等在内的多个奖项。获得的荣誉包括教育部“新世纪优秀人才”、上海市教委“曙光学者”、上海市领军人才和上海市十大青年经济人物。已出版《空间的力量》《中国的大国经济发展道路》《中国区域经济发展：回顾与展望》等多部专著。其论文也发表于多本国内外权威杂志。

陆婷

经济学博士，中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员，曾在中国人民银行做博士后研究。主要研究领域为国际金融、金融稳定与资产定价。在《世界经济》《金融研究》及China & World

Economy等学术期刊上发表10余篇论文，主持和完成多项省部级课题，在《人民日报》《经济日报》等主流媒体发表多篇财经评论。

黄益平

北京大学国家发展研究院教授、副院长，北大互联网金融研究中心主任，本届中国人民银行货币政策委员会委员。主要研究领域为宏观经济与国际金融。兼任澳大利亚国立大学克劳福特公共政策学院Rio Tinto中国经济讲座教授，为中国金融40人论坛成员。曾经担任国务院农村发展研究中心发展研究所助理研究员，哥伦比亚大学商学院General Mills经济与金融国际访问教授，澳大利亚国立大学中国经济项目主任，花旗集团董事总经理、亚太区首席经济学家，Serica投资基金董事，财新传媒首席经济学家和巴克莱董事总经理、亚洲新兴市场经济首席经济学家。

鲁政委

经济学博士，兴业银行首席经济学家，华福证券首席经济学家，兴业经济研究咨询股份有限公司副总裁。2010年12月被上海市金融工作委员会确定为“上海金融领军人才”。2011年7月在新华社上海分社举办的评选活动中荣获“首届沪上十大金融创新人物”称号。2011年和2012年连续两年被香港专业投资者杂志《财资》评为亚洲“人民币债券最佳分析师”。2014年，在《证券市场周刊》举办的一年一度的“远见杯”评比中，获得中国宏观数据月度预测第一名。曾在《经济研究》和The Chinese Economy等专业学术刊物上发表文章10余篇，著有《预测背后的逻辑》一书。

潘英丽

上海交通大学现代金融研究中心主任、安泰经济与管理学院教授，上海市政府决策咨询研究基地潘英丽工作室首席专家，中国世界经济学会常务理事，上海世界经济学会副会长。主要研究领域为宏观经济学、国际金融理论与政策。近期主要成果有：《国际金融中心：历史经验与未来中国》(2010，三卷本)、《十字路口的金融体系：国际经验与中国选择》(2013，中英文国际论文集，主编之一)、《国际货币体系未来变革与人民币国际化》(2014，三卷本)。1996年因为发展我国社会科学教育事业做出的突出贡献，获得国务院特殊津贴。2002—2011年担任中国海运集团公司专家委员会委员。2011年以来担任招商银行独立董事。

施康

香港中文大学中国经济研究中心副主任、副教授。2006年获加拿大英属哥伦比亚大学经济学博士，同年任香港中文大学经济系助理教授，2012年起任终身制副教授。2015年起任香港中文大学中国经济研究中心副主任。主要研究包括国际宏观经济学、货币政策和中国经济。迄今已在国际学术期刊发表多篇论文，内容涉及中国货币政策的各个方面。1994—2000年，在中国工商银行浙江省分行工作，对商业银行的经营管理有比较丰富和深入的研究。曾任香港金管局金融研究中心客座研究员和中国人民银行研究局访问学者。2013年起，受邀成为《中国评论》的编辑部成员。

邵宇

东方证券总裁助理、首席经济学家。金融学博士，中国社科院在站博士后。牛津大学John SWIRE学者，复旦大学金融研究院研究员，南京大学工程管理学院兼职教授。陆家嘴沙龙理事会秘书长，中国首席经济学家论坛理事，新供给经济学50人论坛成员。央行货币政策委员会专家成员。美国《华尔街日报》、英国《金融时报》、中国财新

网专栏作者。曾任职上海宝山区发改委副主任，复旦大学国际金融系副系主任、CFA项目主任，西南证券研发中心总经理，宏源证券研究所首席分析师。同时广泛参与媒体和公众事务。研究领域覆盖全球宏观、中国宏观、权益债券投资策略和金融工程。代表作品包括《新政机遇》《穿越镀金时代》《危机三部曲》《微观金融学及其数学基础》。曾被评为2014年度中国青年经济学人、上海十大青年经济人物。

谭小芬

中央财经大学金融学院教授，博士生导师。2012年“教育部新世纪优秀人才支持计划”入选者，2013年“北京高等学校青年英才计划”入选者，2012—2013年美国哥伦比亚大学访问学者。研究领域为国际金融、货币政策和大宗商品市场的金融化。近年来先后主持过国家社会科学基金一般项目、教育部人文社会科学青年项目，承担中央财经大学青年科研创新团队主持人，发表学术论文60余篇，出版专著1部。

王立升

香港中文大学经济系在读博士。主要研究方向为货币政策与中国经济。曾参与多个关于利率传导机制和利率市场化的研究课题，已有论文发表于国内核心金融期刊《金融研究》。

王鹏飞

香港科技大学经济系教授，康奈尔大学经济学博士。2007年加入香港科技大学，从事宏观经济学教学和研究工作，并于2013年获得终身教授资格。研究领域为宏观经济学、金融经济学、货币经济学，侧重点是信贷不完备性、资产泡沫、自我实现预期和资本流动。其研究

成果多次发表在Econometrica、Journal of Economic Theory、Journal of Monetary Economics、Journal of Financial Economics、American Economic Journal: Macroeconomics等一流期刊。

汪涛

瑞银证券中国首席经济学家，此前曾任美国银行大中华区经济研究与策略主管，英国BP集团首席亚洲经济学家。加入BP前任IMF高级经济学家，主要负责研究中国宏观经济和结构改革问题，参与了基金与成员国项目谈判与磋商，并曾在人大财政金融学院任客座教授。纽约大学经济学博士。2009年荣获“第一财经金融价值榜”年度中国分析师荣誉，2011年获“第一财经金融价值榜”年度机构首席经济学家(外资)殊荣。

夏乐

西班牙对外银行研究部亚洲首席经济学家，同时兼任中国人民大学国际货币研究所研究员。在加入西班牙对外银行之前，曾供职于中国银行(香港)司库部。香港大学经济学博士，对经济学具有广泛的兴趣，主要关注的领域包括新兴市场国家的货币政策和银行体系。近年来在学术杂志以及大众媒体上发表多篇学术论文和评论文章。

徐建国

北京大学国家发展研究院副教授。先后毕业于北京大学和美国杜克大学，师从“中国宏观预测第一人”宋国青教授和金融微观结构理论奠基人皮特·凯尔(Pete Kyle) 教授，醉心于宏观金融问题的思考。2009年北京大学重点引进的优秀海外人才，在宏观预测、金融市场结构、资产定价领域成果颇丰，在国内外学术杂志发表论文30余

篇。近年来一直关注中国经济发展、农村改革、城市化等问题。担任《金融时报》中文网和《澎湃新闻》等媒体的专栏撰稿人，2013年“中国十大青年经济学人”。

余永定

中国社会科学院学部委员，世界经济与政治研究所前所长、研究员、博导，中国世界经济学会前会长。牛津大学经济学博士。主要研究领域为国际金融、中国经济增长和中国宏观经济稳定问题。1981年以来发表学术论文、文章数百篇，专著(含主编、合著)10余部。代表作是博士论文Macroeconomic Analysis and the Design of Stabilisation Policy in China。该论文是应用西方现代宏观经济理论方法，研究中国宏观经济稳定问题的一个较为全面的尝试，在推导中国的消费函数、总供给函数和中国的经济增长模型等方面都有所创新。

第一篇
中国经济杠杆率的现状

第1章
杠杆下的中国：流动性过剩与信贷错配

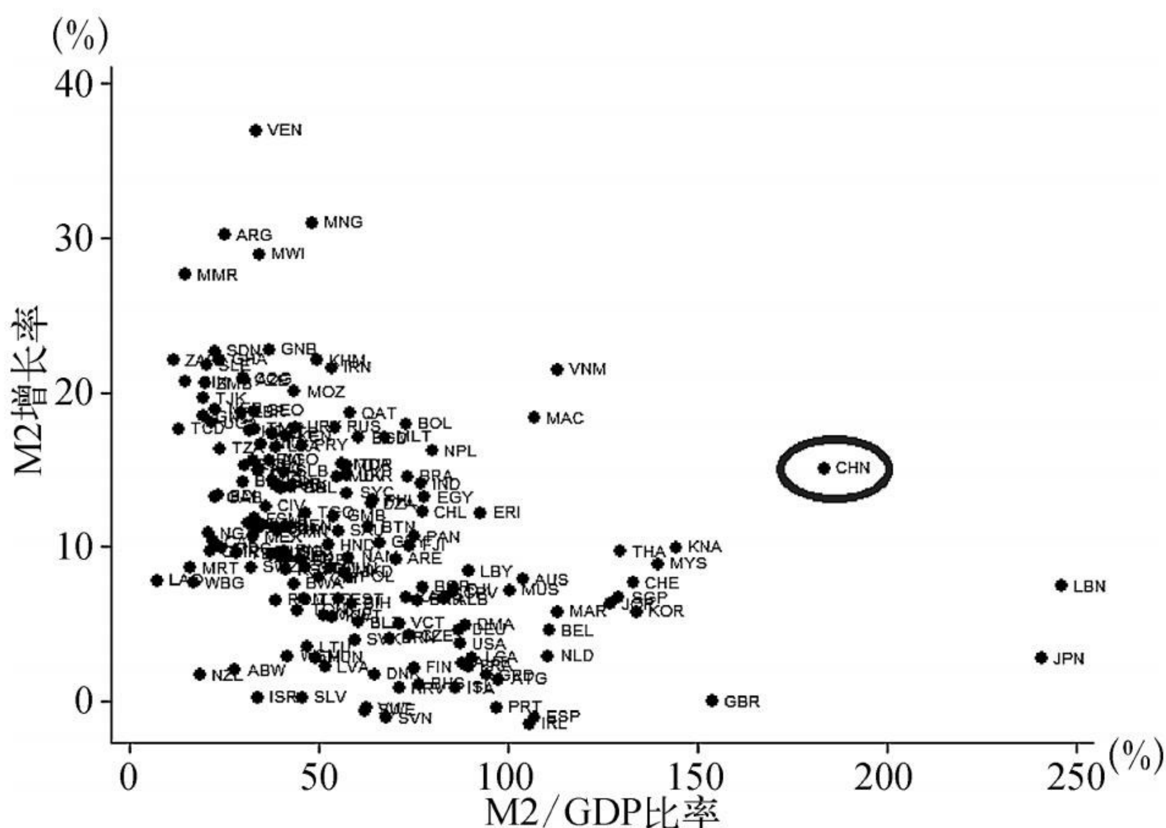
施康 王立升

2015年底的中央经济工作会议明确指出2016年结构性改革的重心为“去产能”、“去库存”、“去杠杆”、“降成本”与“补短板”，勇敢面对并着手化解我国的高杠杆问题。虽然从乐观的角度来看，我们可以认为，当勇敢面对问题时，问题已经解决了一半。但是，经济改革往往伴随着高阻力与高风险，在挽起袖子大干一场之前，我们必须要先回答好如下几个问题：我国的杠杆率到底有多高？从宏观经济层面与微观企业层面来看是怎样的发展趋势？杠杆的配置在不同的企业、不同的区域以及不同的时期之间是否存在较大的差异？只有弄清楚了这些问题，我们才能明白到底是否要去杠杆，如何去杠杆以及去杠杆之后的路应该怎么走。

从宏观层面来看，高杠杆率的本质还是经济体系中的钱太多了。定性来看，我国的流动性存量与其他国家相比显然过多，这是学术界与业界基本认同的主观感受。但大家更关心这个过多的程度定量来看究竟有多高。在本文中，我们首先通过跨国实证研究证实中国的流动性存量相对其他国家而言较高，并定量估测该程度；然后利用中国省级数据研究当前的经济体制下，到底是什么原因导致了过多流动性；最后，我们用1998—2013年间工业企业的微观数据来看杠杆率的变化以及其分布特征。

1．我国的流动性存量过高

作为测定宏观经济层面上流动性供给程度的指标，我国的流动性供给存量(M2与GDP之比)在2014年底就已高达193％，远超同期的美国。㊟图1.1给出了2010—2014年间M2/GDP比率与流量(M2增速)两个维度上的跨国比较。具体说来，2010—2014年间中国的M2/GDP均值达到183.4％，该指标在发达经济体平均为87.7％，在包含发达经济体与发展中经济体的全部样本内平均值为63％；此外，中国的M2增速在这五年内均值达到15.1％，远高于发达经济体的7.4％与全部样本的11.3％。



资料来源：世界银行World Development Indicators数据库

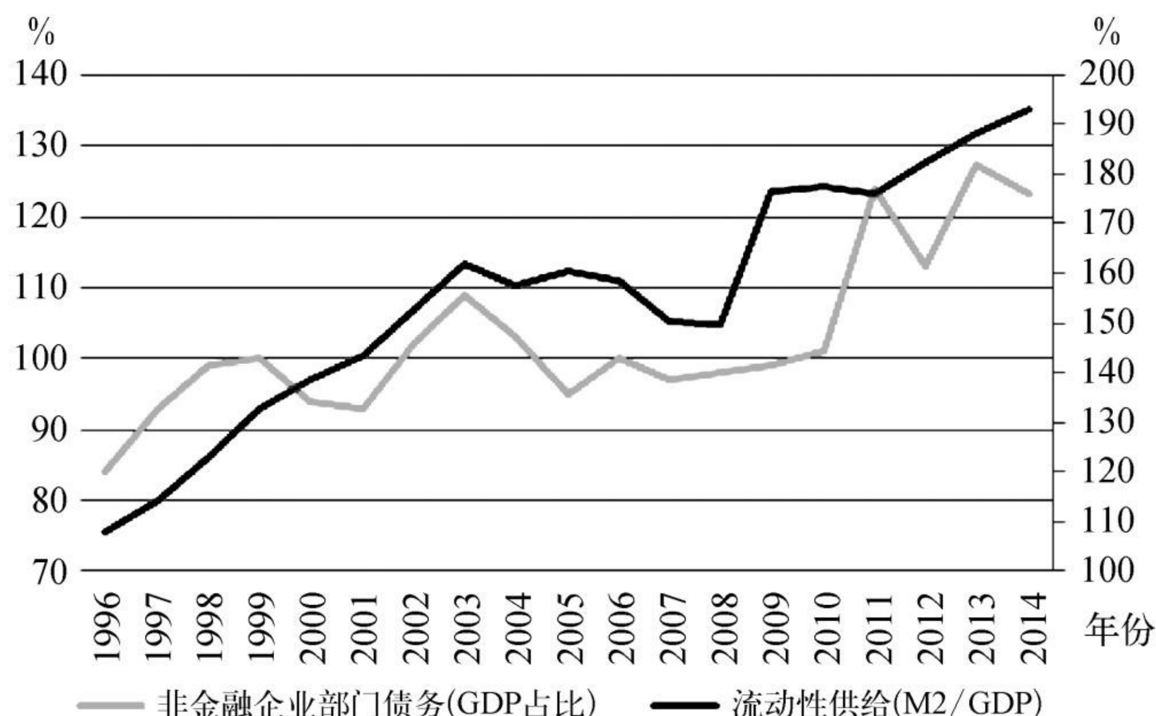
图1.1 M2/GDP比率与M2增速的跨国比较：2010—2014年

我们利用世界银行的跨国面板数据做了一项回归研究，控制了经典理论中与货币供给与需求相关的很多变量，比如人口结构、收入水平、贸易规模、政府规模、汇率制度。㊟在此基础上，我们也控制了

国家与年份的固定效应。这样，各个国家的流动性存量指标(M2与GDP之比)将由一系列相对外生的宏观变量所决定，样本中的各个国家有一个共同的常数项，但也存在一个由国家特性所决定的固定效应系数(country — specific fixed effect)，我们把这个参数估计出来，定量地看模型中不能被因变量和时间趋势解释的部分到底有多大。比如，中国实际的M2/GDP比率为180％—190％，因变量、年份固定效应与样本常数均值所解释的部分大约为120％，剩下的60％左右是中国特定的固定效应系数。因此，我们认为中国流动性过高的程度大约为50％左右，当然该定量结论的合理性有待进一步的研究与探讨。

大家都很熟悉中国的M2/GDP比率走势图，中国的M2/GDP比率在过去30多年一直保持上升趋势，除了2007—2008年间因全球金融危机稍有回落。可以说，从存量的时间序列来看，中国的流动性一直处于“开足马力加大供应”阶段。此外，我们测算发现流动性与实体经济脱钩的现象越来越严重，如果把我国20多年来的时间序列以2007年全球金融危机为界分成前后两段，危机前货币供应量与经济增速、物价相关性较高，但在危机以后该相关性明显下降了，这也与央行首席经济学家马骏博士的观点一致。为什么会出现“货币供给在宏观层面上持续宽松，但对实体经济的刺激作用越来越弱”这个现象呢？

带着这个问题，我们再来看我国债务和流动性的关系。债务的本质就是借钱，如果不允许大家彼此借贷，也就不存在所谓的杠杆率了。所以我国杠杆率过高的核心问题是贷出去的钱太多了。在图1.2中，深色线代表流动性供给(M2/GDP)，浅色线代表非金融行业企业部门债务与GDP之比。这两组数据之间相关性很高，达到78％，所以流动性与企业部门的负债率高度相关。从某种意义上也可以这么说，过度的流动性增加了总体负债率。这样，我们将之前的问题进一步展开为：为什么企业部门总体的负债率提高，可用资金增多，但实体经济的增长却越来越乏力呢？



资料来源：Wind数据库

图1.2 M2与非金融企业部门债务(GDP占比)：1996—2014年

2. 结构性扭曲与流动性过剩

针对上节提出的问题，有人可能会说，流动性对经济增长的拉动效应减弱现在已经是个全球性现象，与经济周期因素有关，没有什么好大惊小怪的。但我们的跨国回归研究证明中国有自己独特的结构性或体制性问题在里面，这些问题造成了经济体制中资源配置上的结构性扭曲。基于这个观点，我们做了简单的省级数据回归分析：第一步先估计出信贷对经济增长的贡献率，估算方程的被解释变量是省级的GDP增速，解释变量包括信贷增速与其他的控制变量，这样经济增长对信贷增长的弹性系数就可以定义成信贷贡献率；第二步利用得到的横截面数据来检验信贷贡献率与经济结构(国有企业或私有企业的相对市场份额)是否有关系。我们证实，在私有企业比重越高的地区，整体信贷贡献率越高，该结论统计上显著且稳健。这说明由于存在政府隐性

担保与关系型贷款，信贷资源过多集中于低效率的国企部门，为了维持经济增长，政府不得不释放过多流动性。这样也间接催生出一批“僵尸企业”，一定程度上绑架了政府与银行。在经济上行周期，结构性扭曲弱化了宏观货币政策对实体经济的传导效果；在经济下行周期，结构性扭曲催生的“僵尸企业”将成为整个经济体系系统性风险的核心来源。

3. 微观企业的杠杆率变化趋势与分化方向

中国社科院每年会公布宏观经济中各个部门的杠杆率指标，但该指标无法反映企业之间的资源错配问题。因此，我们使用工业企业数据库中微观企业层面的数据，覆盖的时间范围为1998—2013年。由于学术界一致认为该数据库中2008—2010年间数据质量相对较差，我们筛掉这段时间的数据。[注]我们的主要发现是：

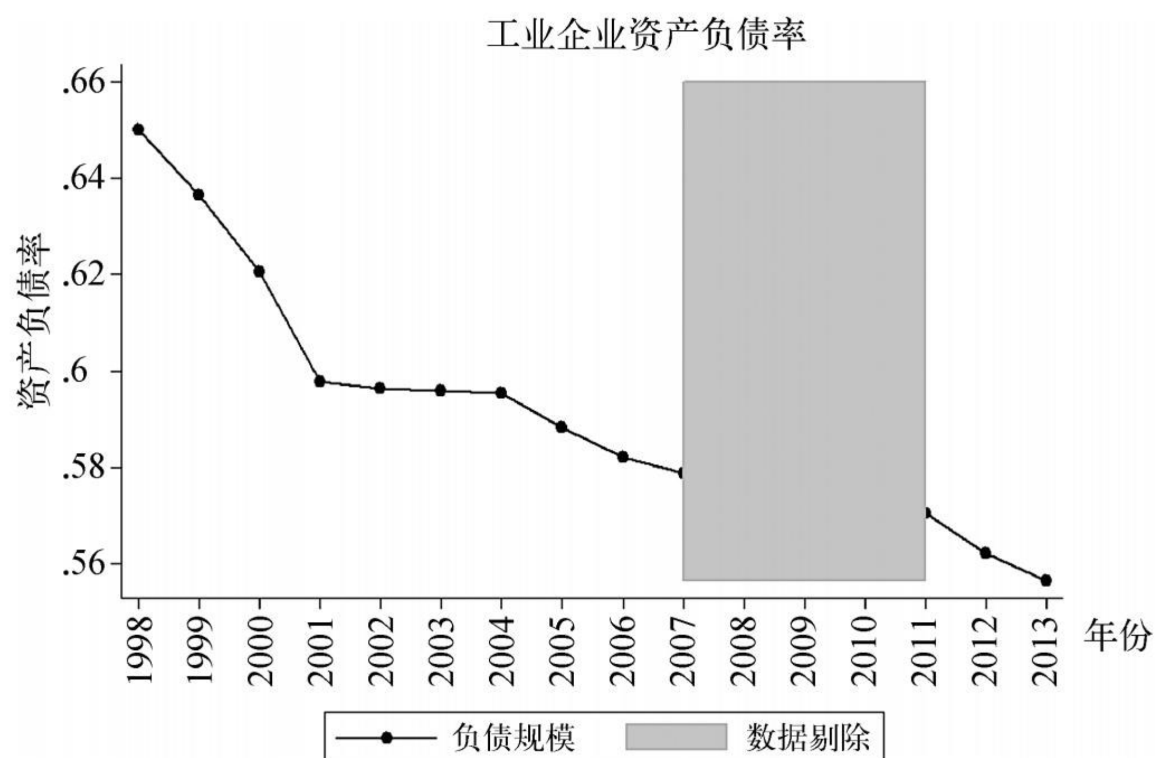
(1) 在金融危机之后，工业企业部门的加权平均杠杆率呈下降趋势，但从企业所有权类型来看，国有企业的杠杆率上升，私有企业的杠杆率下降；杠杆率在企业之间的分化程度增大，尤其是在国有企业内。

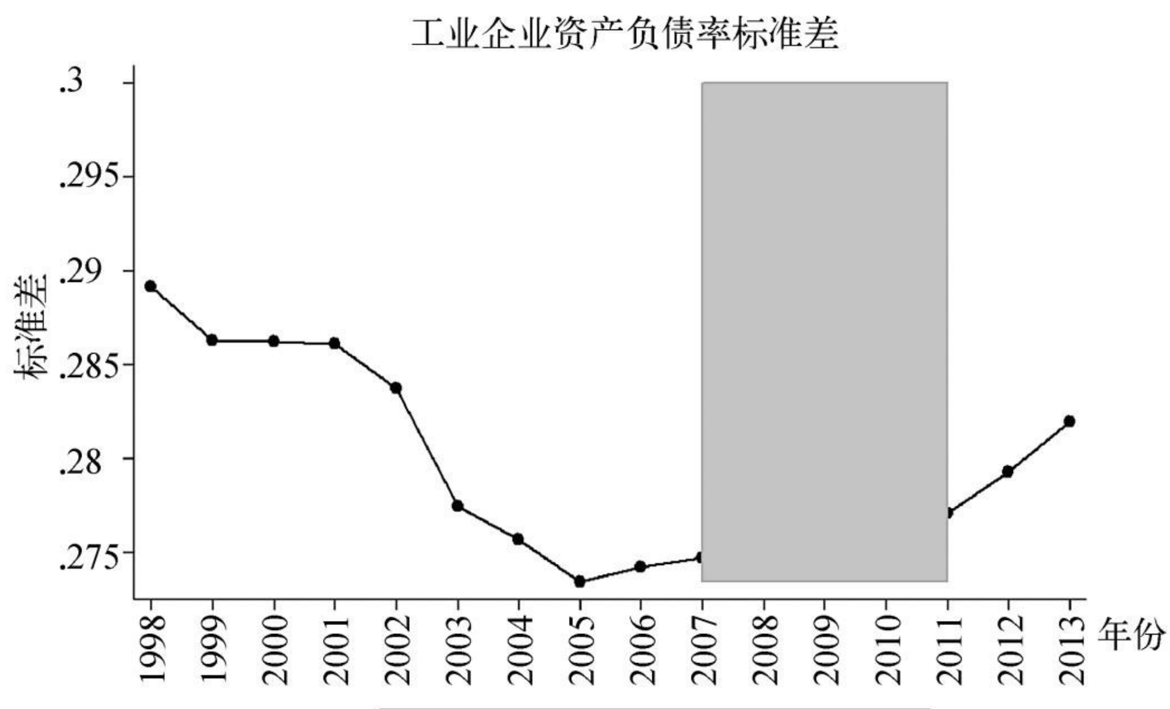
如图1.3所示，微观企业层面的全行业加权平均杠杆率自1998年至2013年一直保持下降的趋势，但该趋势在不同类型的行业之间表现非常不同，金融危机之后国有企业的杠杆率在增加，但私营企业是在去杠杆。金融危机之后杠杆率在国有企业与集体企业内部分化程度均增大(呈现“两极化”)，但在私营企业内部分化程度相对下降。

(2) 产能过剩行业内的企业杠杆率较高。

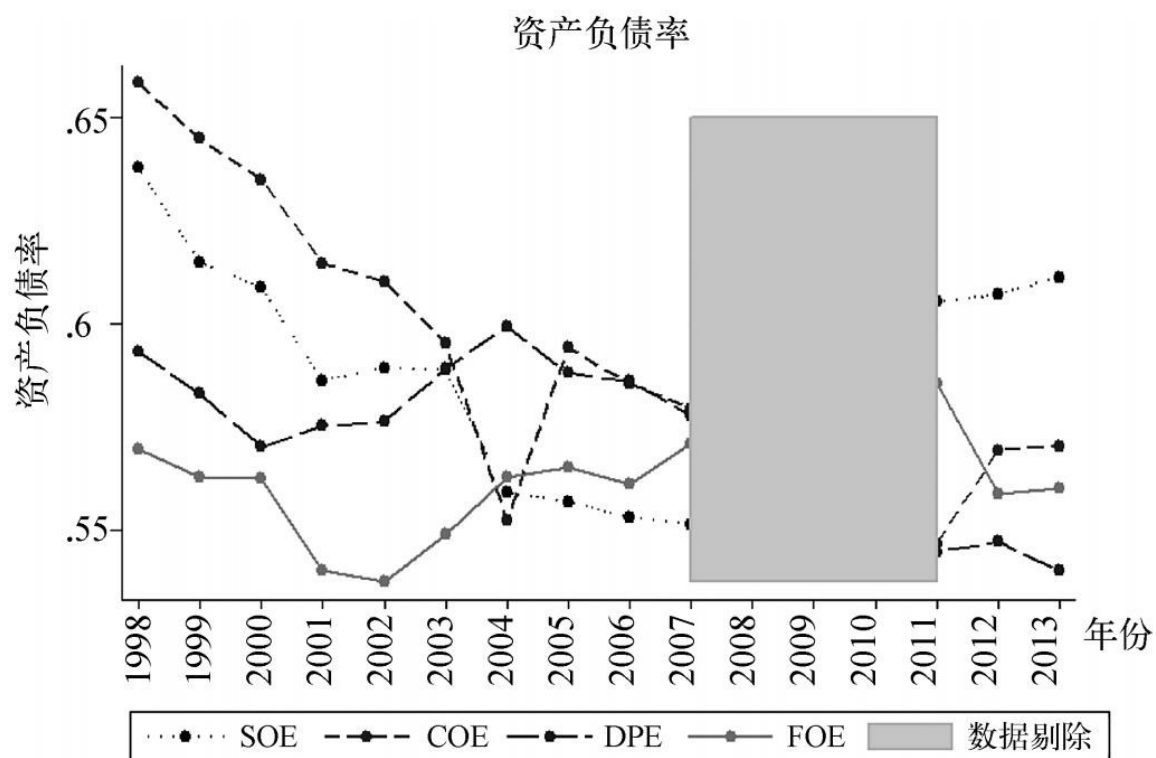
杠杆率在不同行业内的差异较大。具体而言，在我们的工业企业样本中，石油化工、金属冶炼、煤炭开采、电力与热能供应、化纤制造高居行业杠杆率排行榜前五，很显然，这些行业属于产能过剩与高污染行业；而杠杆率较低的行业主要为轻工业，如竹木工艺制品、制药、皮革制品、食品饮料等。

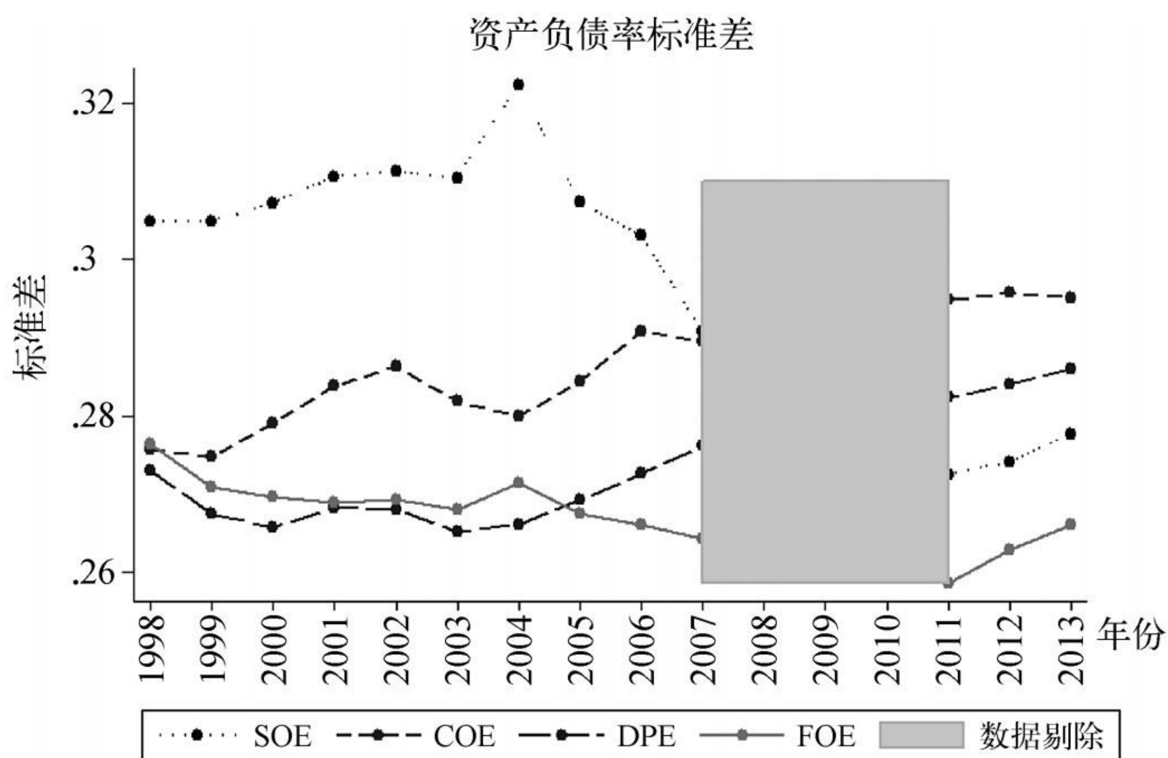
(3) 内陆地区企业的杠杆率较高，其次是沿海地区，中部地区杠杆率最低。如图1.4(上)所示，高杠杆率这个问题按地区划分来看，内陆地区最为严重，如新疆、青海、甘肃、云南、内蒙古、山西等；其次是沿海地区，如安徽、浙江、天津、江苏、广东等；中部地区反而杠杆率较低，如河南、江西等。


工业企业资产负债率
资产负债率
.66
.64
.62
.6
.58
.56
1998
1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
年份
负债规模
数据剔除


工业企业资产负债率标准差
标准差
.3
.295
.29
.285
.28
.275
1998
1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
年份


标准差
数据剔除

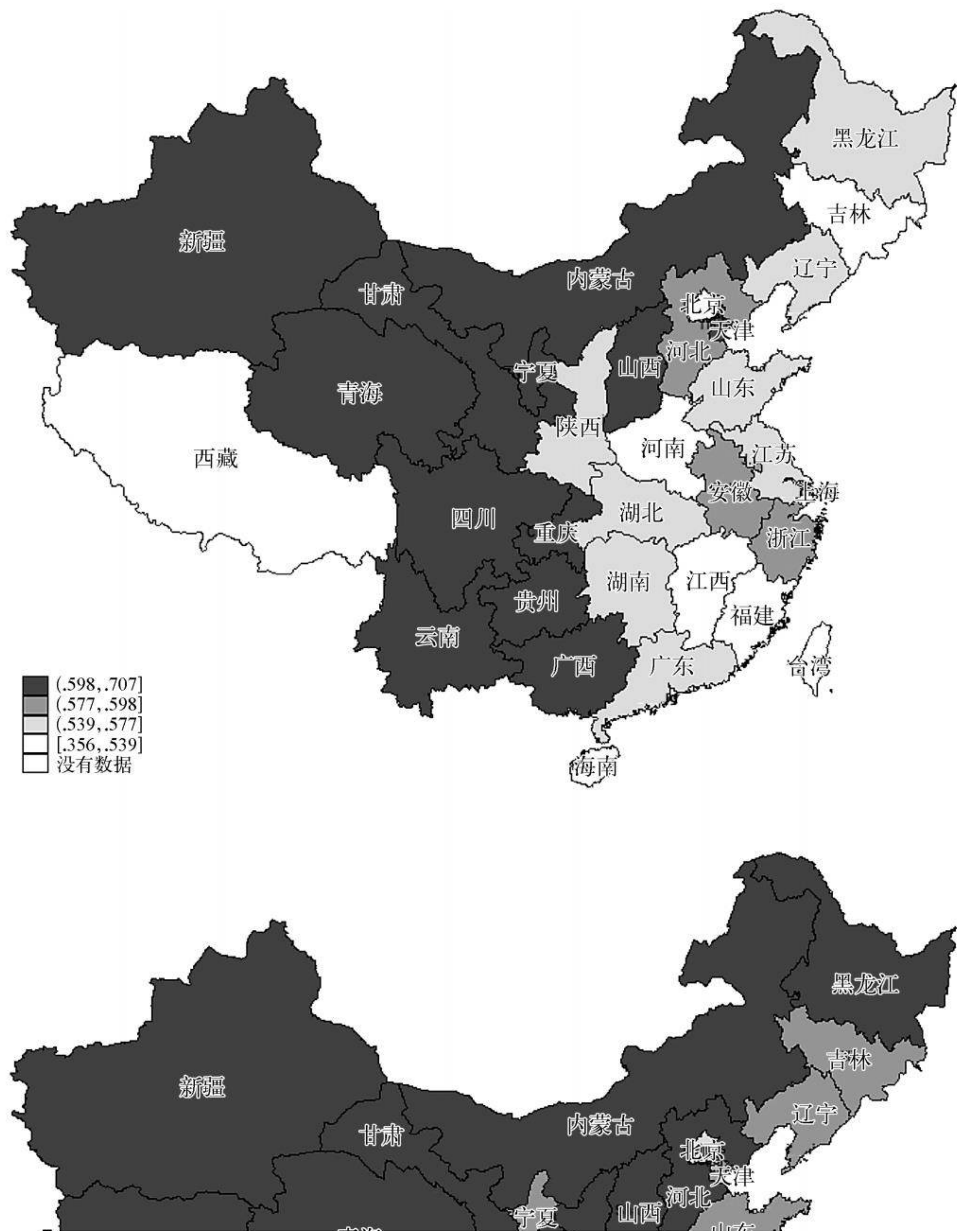

资产负债率
资产负债率
.65
.6
.55
1998
1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
年份
SOE
COE
DPE
FOE
数据剔除

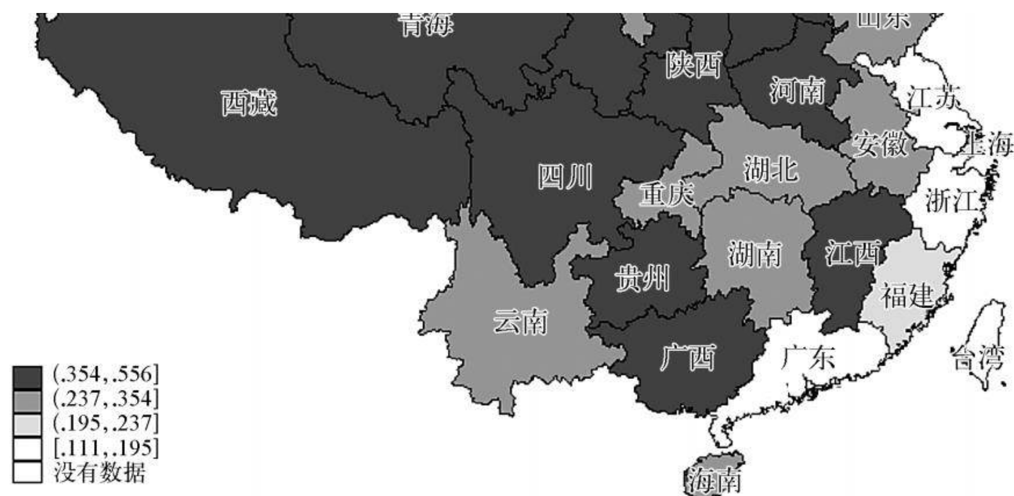

资产负债率标准差
标准差
.32
.3
.28
.26
1998
1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
年份
SOE
COE
DPE
FOE
数据剔除

注：SOE、COE、DPE、FOE分别表示国有企业、集体企业、国内私有企业与外资企业。下同。

资料来源：中国工业企业数据库

图1.3 工业企业资产负债率的加权平均值与标准差：1998—2013年





资料来源：工业企业数据库：Wind数据库。

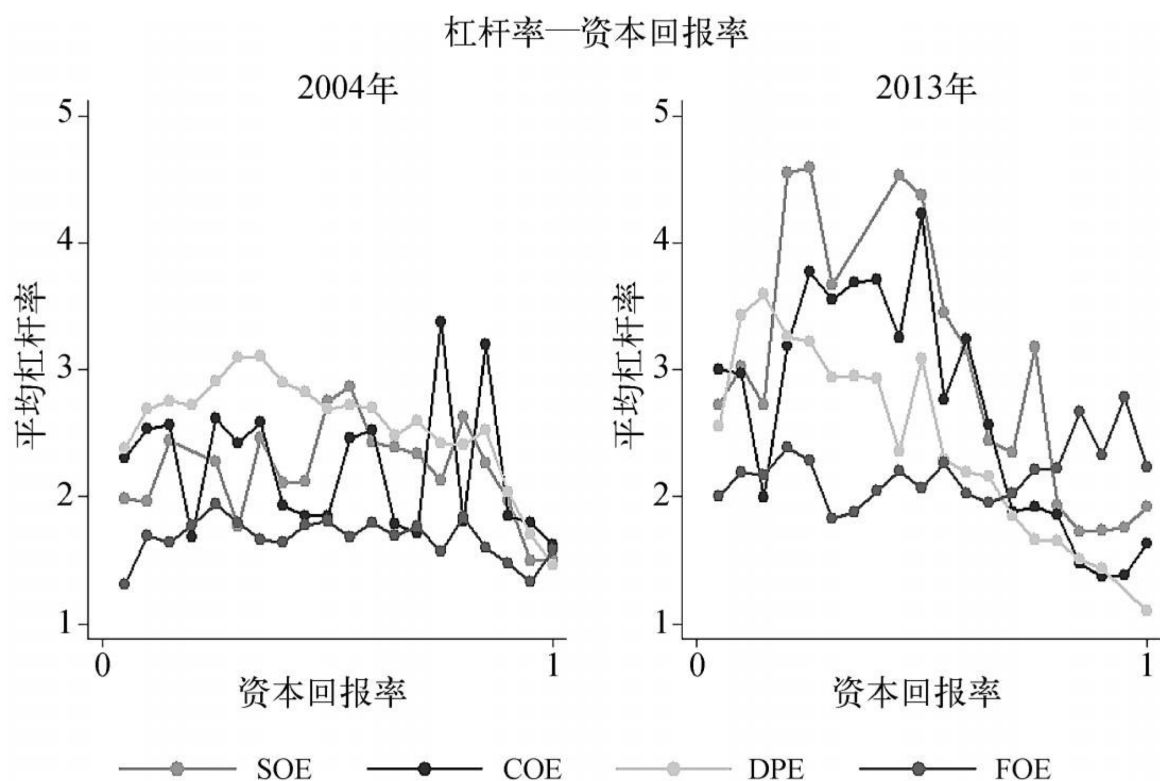
图1.4 工业企业杠杆率(上)与私有部门市场份额(下)在地域上的分布（2013年）

杠杆率在地区间的不均衡配置，其实带给我们一喜一忧。喜的是在私有企业份额较高、高科技产业相对集中、经济相对发达的东部沿海地区，企业杠杆率较高，该情形下的高杠杆可以促进企业研发与产出，释放生产活力，引导并推动产业转型与升级，提高信贷资源的使用效率，这是“好的杠杆”。忧的是在国有企业份额较高、重工业相对集中、经济发展相对滞后的内陆地区(见图1.4下)，企业杠杆率更高，该情形下的高杠杆会放大预算软约束问题，提高银行的坏账风险，阻碍私有企业发展与资源的优化配置，恶化产能过剩现象，降低信贷资源的使用效率，这是“坏的杠杆”。

4. 信贷资源错配与杠杆风险

最后，我们将重心放在金融危机前后企业的负债率与效率和规模之间的关系上。我们选择2004年与2013年作为两个观测点，分别代表危机前与危机后。先看图1.5，横坐标是销售利润率(也可理解为资本回报率，用销售总利润/总资产作为衡量标准)；纵坐标是杠杆率(这里我们用负债权益比率来衡量，即总负债/总所有者权益，也就是我们通

常所说的产权比率）。在危机前，杠杆率与资本回报率呈倒U型关系，这符合基本的经济学直觉，即：资本回报率低的企业难以负担借贷成本，无法得到较多的外部融资，杠杆率中的分子较低；资本回报率高的企业，通常都拥有比较充裕的自有资金，杠杆率中的分母较高。而在危机后，杠杆率与资本回报率几乎呈负相关关系(或者可以理解为一个更加陡峭且峰值严重偏左的倒U型关系)，这说明在危机后更多的信贷资源配置于低效率的企业。换种说法，资产回报率越低的企业反而杠杆率越高。

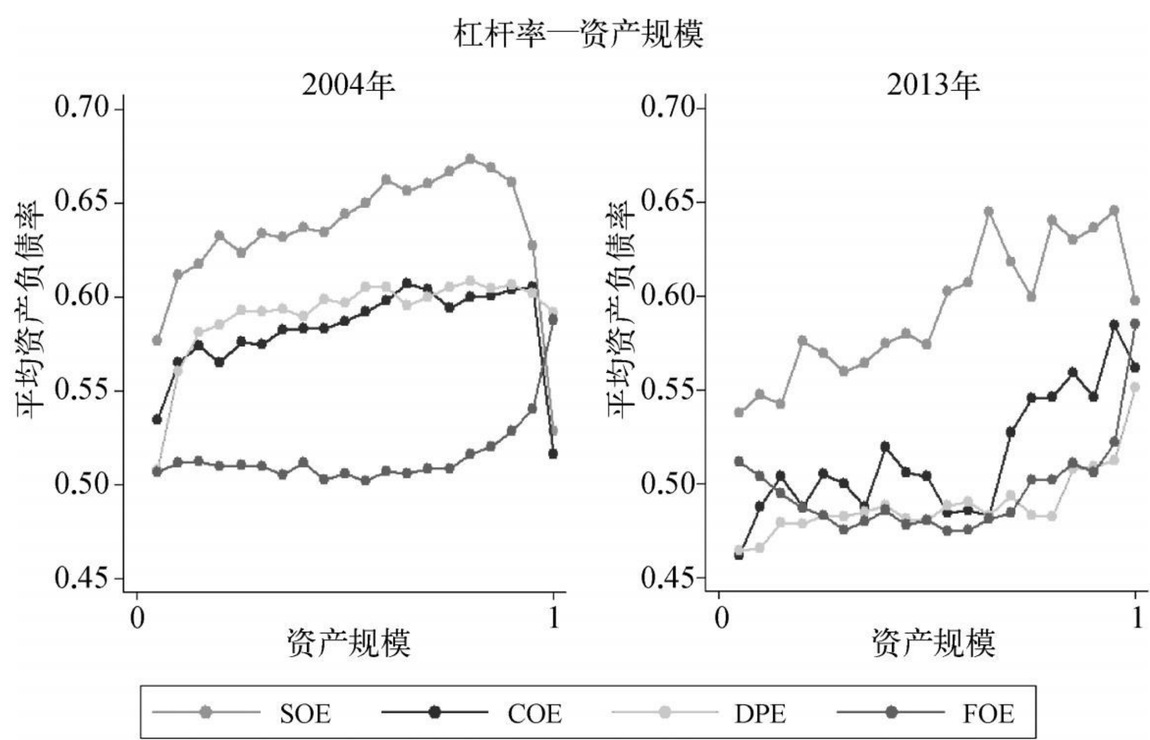


资料来源：工业企业数据库

图1.5 工业企业杠杆率与资本回报率：分企业所有权类型

再看图1.6，横坐标是用总资产规模衡量的企业规模，纵坐标是杠杆率(这里我们用资产负债率来衡量，即总负债/总资产)。类似地，我们发现危机前杠杆率与企业规模呈倒U型关系，即规模小的企业因缺少可抵押资产、缺少政府的隐性担保等原因难以得到足够的外部融资；

规模大的企业因自有资金充裕，通常不需要大量举债融资。而在金融危机后两者关系呈现出正相关关系，即规模越大的企业杠杆率越高，“大而不能倒”的现象越发严重。



资料来源：工业企业数据库

图1.6 工业企业杠杆率与资产规模：分企业所有权类型

以上两张图释放出危险的信号，说明在金融危机之后，企业融资的激励机制严重扭曲了。中小型企业与私有企业融资越来越难，而信贷资源错配于大企业与低效率企业的问题出现明显恶化。

因此，去杠杆绝对不能一刀切，需要根据不同企业的规模、所有权特征、行业特征以及区域特征，鼓励“好的杠杆”，去掉“坏的杠杆”，优化信贷资源的均衡配置。此外，我们需要研究清楚到底是哪些体制问题使得曾经的“好的杠杆”成了现在令人头疼的“坏的杠杆”，避免“头痛医头、脚痛医脚”的低效改革恶性循环，找到该结

构性扭曲的内在根源与去杠杆的切入点，通盘思考改革大局，顶层设计改革路径，让供给侧改革发力更加稳、准、狠。

---

1. 即使在量化宽松(QE)之后，美国这一指标也只有90％的水平。

2. 考虑到内生性问题，我们也通过更换解释变量的滞后项来做稳健性检验，发现回归结果稳健，系数显著。

3. 筛掉2008—2010三年的数据并不影响我们的主要结论。

第2章
中国企业杠杆率现状、影响及去杠杆的对策

谭小芬

1. 杠杆率指标及中国杠杆率的部门特点

杠杆率一般指微观经济部门通过负债用较小的资金成本获取较大的资产规模，也就是为了获得一项资产，购买人需要支付现金的比例，反映了借款的难易程度。在现实生活中杠杆率的测度衡量，通常用微观经济部门的资产负债表中总资产与权益资本的比率；负债/总资产、负债/权益、资产/权益，以及负债/GDP等也都可以作为衡量杠杆率的指标。中国非金融企业部门的债务形式主要表现为银行贷款、企业债券、信托融资、委托贷款等。

杠杆率一般涉及居民、企业(金融部门和非金融部门)、政府三个部门，这三个部门的总债务与GDP的比例，常常被认为是衡量一个国家杠杆率的重要指标。从宏观角度看，中国债务水平的测算可以用M2，也可以用社会融资总额，两者会存在较大的差异。社会融资总额中没有包括影子银行融资，同时，2013—2015年，中国央行公布的年度社会总融资额度和月度社会融资总额的加总之间有9万亿元的出入，几乎是GDP总量的13%，也会导致债务估算水平的不同。

国际清算银行的数据显示(表2.1)，2015年6月底美国非金融部门总信贷/GDP为247.5％，欧元区为269.8％，日本为387.3％，中国为243.7％，韩国为231.9％，巴西为143％，俄罗斯为92.1％，印度为126.8％。也就是说，与发达国家(美国、欧洲、日本等)相比，中国整体债务水平并不是特别高；但与新兴市场国家比，中国远远高于其平均债务水平。从结构来看，政府部门债务较高的国家或地区主要是日本、欧元区和美国；家庭部门债务相对较高的是美国、韩国；而中国的非金融企业债务占比，无论是相对发达经济体还是新兴经济体，都是非常高的。国际货币基金组织（IMF）在2015年8月发布的中国国别报告中对各国人均GDP和非金融企业债务/GDP绘制散点图后发现，即使不考虑地方融资平台中的企业债务，中国非金融企业债务占比按照国际标准来看仍然是相当高的。

表2.1 非金融部门信贷/GDP的国际比较：2015年6月30日(%)

国　家	非金融部门	政府部门	家庭部门	非金融企业
中　国	243.7	42.7	37.9	163.1
美　国	247.5	97.8	79.1	70.6
日　本	387.3	219.9	65.6	101.8
欧元区	269.8	104.4	60.6	104.8
韩　国	231.9	40.9	85.7	105.3
泰　国	152.6	30.6	70.5	51.5
阿根廷	63.5	45.6	6.1	11.9
印　度	126.8	67.2	9.5	50.1
巴　西	143	68.3	25.7	49
俄罗斯	92.1	16.9	18.5	56.6
墨西哥	72.3	34.1	15.2	23.1
印度尼西亚	66.1	26	17.1	23
土耳其	112.9	33.9	21	58

资料来源：BIS，2015年6月30日，统计数据库Credit to the Non‐Financial Sector

IMF的数据显示，2013年中国非金融部门杠杆比率达到217％，发达市场更高一点，达到272％，新兴市场只有151％，可以看出中国整体的杠杆率相对还是比较高的。而且，中国债务水平上升的速度不容小觑。2007—2014年，中国非金融部门(包括政府、企业、家庭部门)整体的债务水平占GDP的比重增长了80.9％，远远超过GDP的增速，在IMF的全球排名中，中国债务水平的增长是最快的。同时期印度仅增长5.73％，南非9.08％，印度尼西亚10.2％，墨西哥20.8％，俄罗斯27.8％，巴西31.8％，泰国44.4％，马来西亚50.9％，新加坡62.7％。从结构来看(表2.2)，中国政府部门杠杆率基本还是可控的，低于国际平均水平。2009年中国政府部门债务/GDP为45％。2014年，中央政府的杠杆率为26％，地方政府的杠杆率为23％，低于国际平均水平。从总量上看，如果不考虑隐性债务，政府部门杠杆率并不高。比较高的是私营部门债务。私营部门包含家庭和企业债务。家庭部门债务占GDP的比重，从2008年到2014年翻了一番，这主要是受房地产抵押贷款增长比较快的影响。尽管家庭部门债务增长比较快，但是其绝对水平和其他国家相比不算特别高，而且相对家庭财富的比例并不高。中国居民部门债务/GDP从2008年的18％升至2014年的36.4％，涨幅较快，但绝对水平仍远低于其他国家，与20世纪50年代末期的美国和70年代初期的日本接近。中国债务问题的核心在于企业，中国非金融企业债务/GDP从2008年的81.7％，上升到2014年年底的113.6％，上升了31.9％。表2.3显示，企业债务中，2007—2014年非工业企业的债务的GDP占比从34.3％上升到57.5％，增加23.2％，远远高于工业企业债务的GDP占比增加的9.3％。与其他经济体非金融企业部门债务水平相比，中国的企业债务水平几乎是最高的。2007—2014年，中国内地非金融企业债务的GDP占比上升了57.99％，在新兴市场国家居于首位(表2.4，图2.1)。总的来看，中国债务分布不均匀：企业债务水平很高，地方政府债务偏高，而中央政府的债务和家庭部门债务较低。

表2.2 社会融资总量及其构成占GDP的百分比(%)

	2003 年	2008 年	2014 年	2014 年相对 2008 年增加幅度
社会融资总量	119.2	119.9	193.0	73.1
股票融资	1.0	4.0	6.0	2.0
地方政府融资平台	11.5	16.1	37.1	21.0
私人信贷	106.7	99.8	150.0	50.2
私人信贷：企业	88.9	81.7	113.6	31.9
私人信贷：家庭	17.8	18.0	36.4	18.4

资料来源：CEIC；IMF(2015)；国别报告：中国

表2.3 社会各部门融资占GDP的比重(%)

年　份	地方融资平台	家庭债务	工业企业债务	非工业企业债务
2007	15.39	18.9	44.6	34.3
2008	16.1	18.0	46.0	35.6
2009	22.8	23.7	52.5	43.7
2010	25.1	27.5	50.7	49.0
2011	27.1	28.1	48.9	48.7
2012	30.9	30.2	51.3	52.2
2013	34.7	33.8	52.7	55.3
2014	38.0	36.4	53.9	57.5

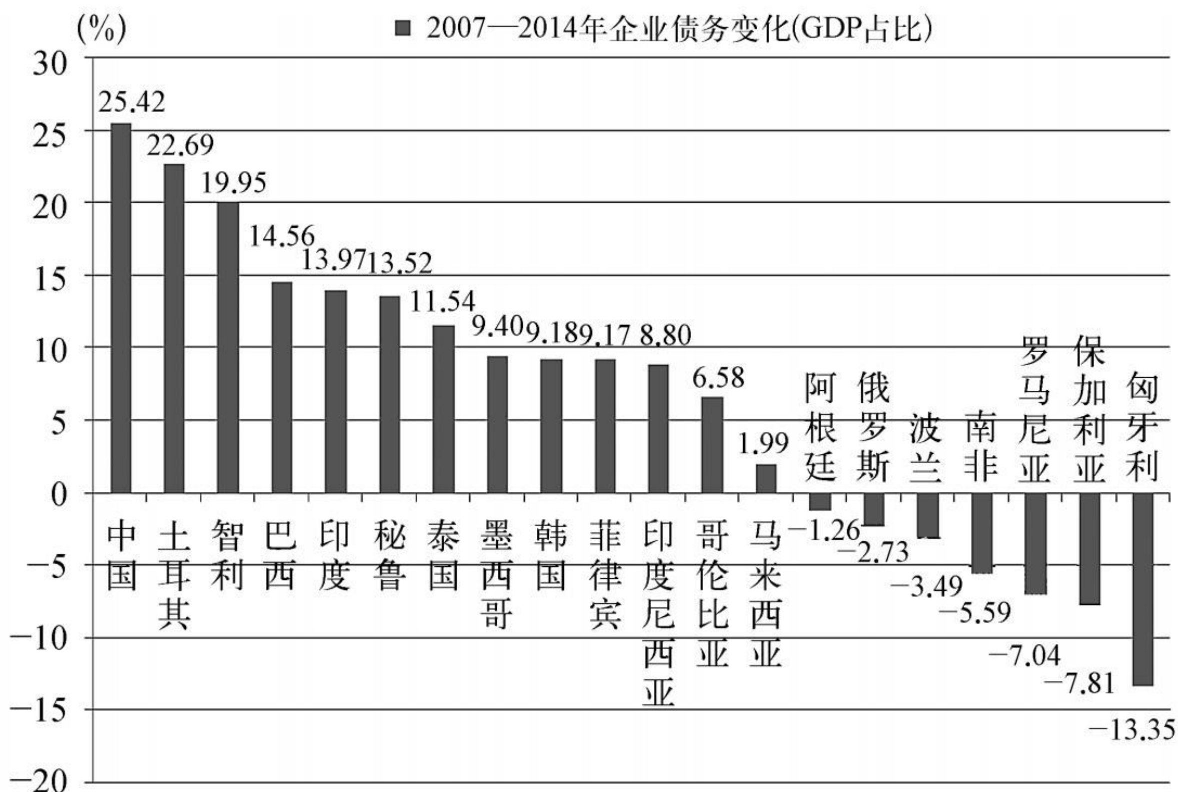
注：不包含股票融资，地方政府债务扣除了地方政府债券。
资料来源：CEIC；IMF(2015)；国别报告：中国

表2.4 2007—2014年新兴市场债务上升情况(GDP占比变化，%)

国家或地区	家　庭	非金融企业	政府部门	政府＋私人部门
印　度	－1.18	8.55	－1.65	5.73
南　非	－6.35	－1.63	17.06	9.08
印度尼西亚	5.57	8.17	－3.57	10.17
匈牙利	－3.57	6.14	13.19	15.76
墨西哥	1.6	6.36	12.87	20.83
俄罗斯	17.33	5.6	4.88	27.82
波　兰	13.58	11.19	3.46	28.24
巴　西	10.4	18.4	3.04	31.84
土耳其	9.4	26.36	－2.87	32.89

国家或地区	家　庭	非金融企业	政府部门	政府＋私人部门
泰　国	28.18	7.07	9.17	44.42
马来西亚	27.1	12.1	11.67	50.87
新加坡	22.04	24.31	16.31	62.66
中国内地	16.96	57.99	5.95	80.9
中国香港	13.72	92.78	－8.27	98.23

资料来源：IMF

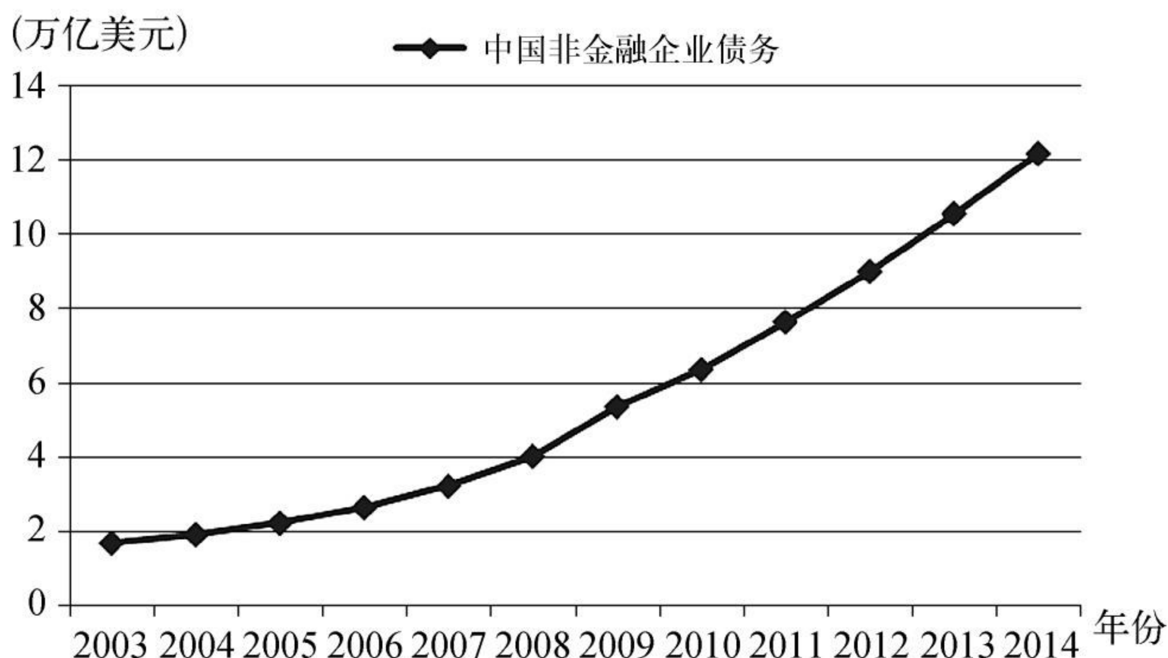


资料来源：IMF

图2.1 2014年相对2007年非金融企业的GDP占比变化

2. 中国非金融企业债务情况

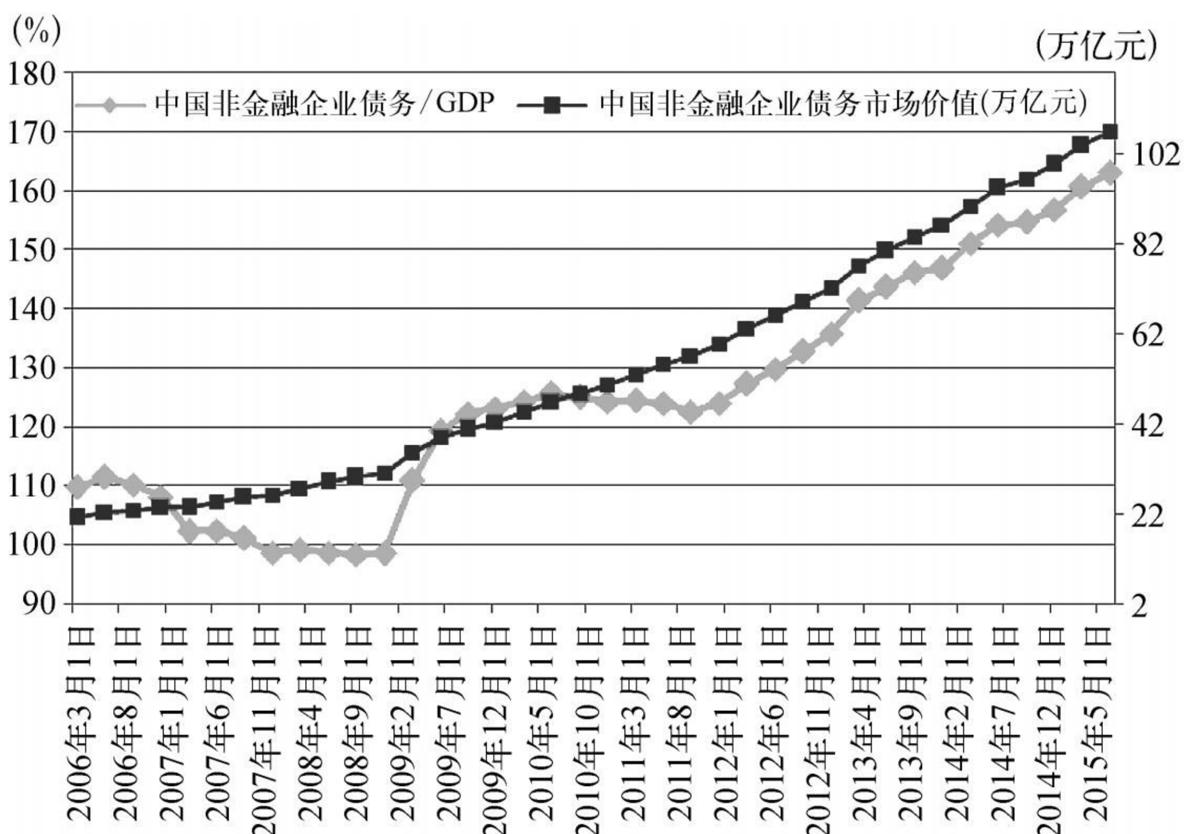
IMF的数据显示(图2.2)，2003年中国非金融企业债务为16870.5亿美元，占GDP的比例为88.9％；2008年上升到40200.9亿美元，占GDP的比例下降到81.7％；金融危机后迅速增加，到2014年上升到121595.5亿美元，占GDP的比例高达113.6％。[注]如果采用社会融资总量来度量国内非金融部门的国内融资，那么2008—2013年中国社会融资总量增幅超过50％。IMF将剔除社会融资总量中的股票融资和信托贷款(剔除委托贷款)作为金融体系的国内信贷，以此估算2013年底企业的国内信贷占GDP的比重大约在150％，比2009年高出30％。[注]



资料来源：IMF

图2.2 中国非金融企业债务

国际清算银行的数据显示(图2.3)，2006年中国非金融企业信贷为30104.8亿美元(约234971.1亿元人民币)，GDP占比为108.2%；2008年为45682.8亿美元(合311693.4亿元人民币)，GDP占比为98.6%；2014年上升到160508.6亿美元(合996260.7亿元人民币)，GDP占比为156.9%，相对2008年底上升58.3%。根据BIS非金融企业信贷GDP占比数据，进行国际比较可以发现，中国这一指标的比重还是比较高的。中国非金融企业信贷GDP占比在2010年之前基本比发达国家低，2010年之后开始往上走。根据标普(2014)的报告[注]，中国已经在2013年超过美国成为企业债务最大的国家，并且全球金融危机后中国的借款企业财务状况恶化，现金流下降，但是杠杆比率较其他国家的企业更高。

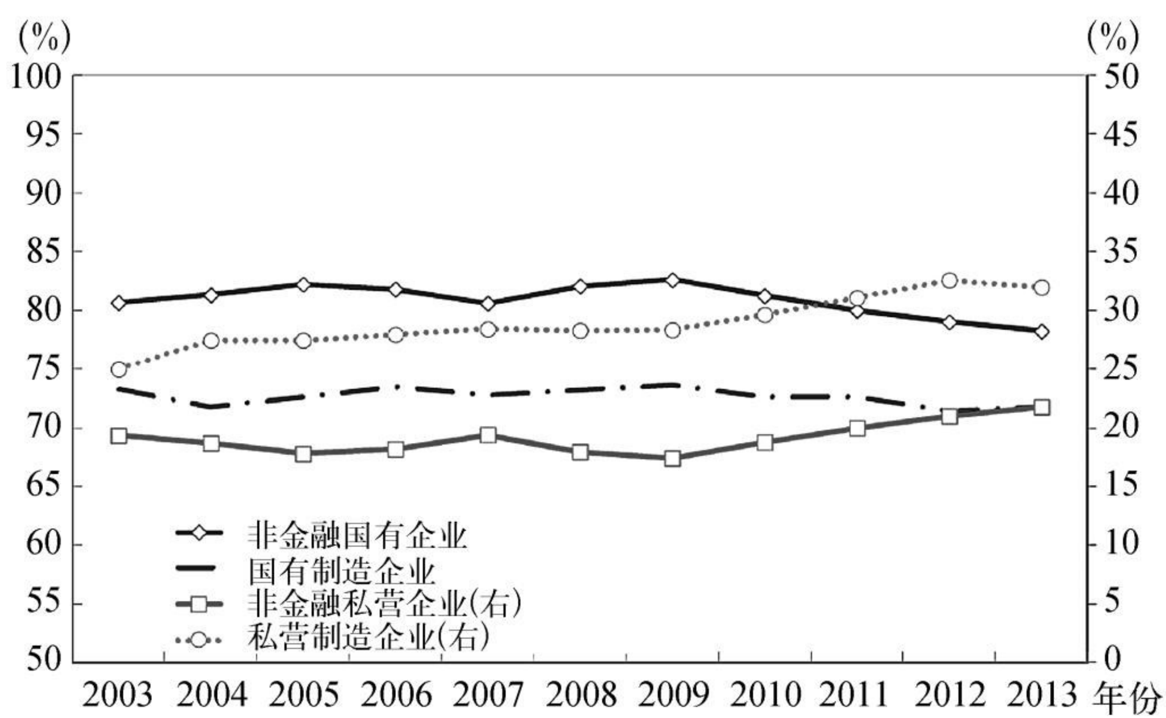


资料来源：BIS

图2.3 中国非金融企业债务市值及其GDP占比

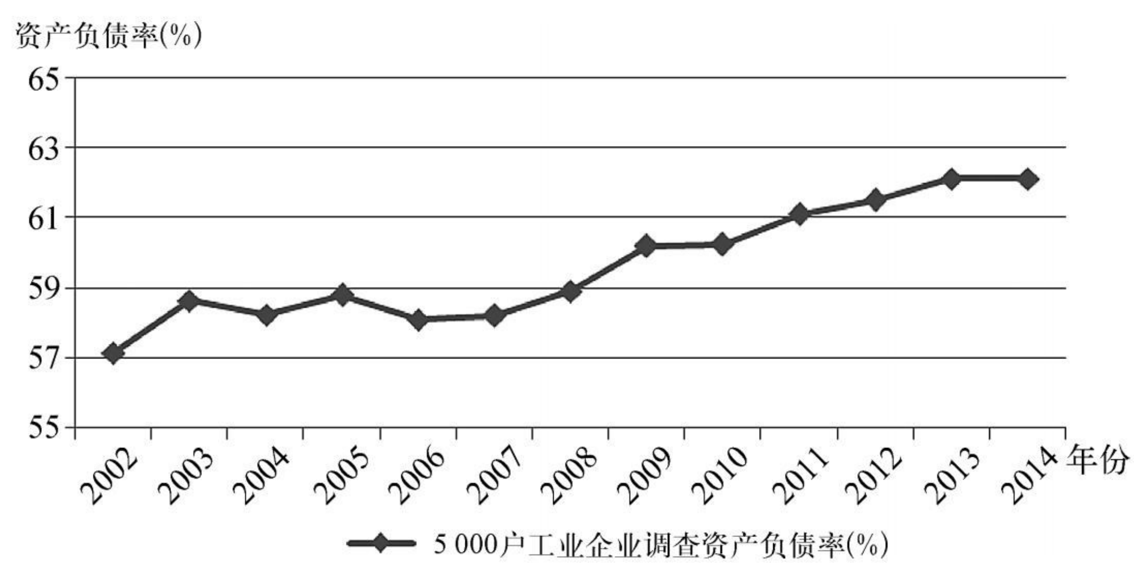
为考察中国非金融企业债务的总体水平、分布以及对不同类型的企业和行业的杠杆率进行比较，我们从2003—2013年Wind数据库选取2500余家非金融类的上市企业，将其分为国有企业(中央国有、地方国有)和私营企业(合作企业、集体企业、私人企业和外商投资企业)，国有企业主要集中在公用事业、交通和房地产部门，私营企业主要包括制造业和非金融服务业(信息服务、批发商和零售商)。在这2500多家上市公司中，从资产方来看，制造业的资产占所有企业总资产的50％左右，房地产和建筑部门占比超过1/3，国有企业资产占比呈下降趋势，但是其占比仍然超过2/3。从债务来看，主要集中在房地产和大型企业。在所有非金融企业中，国有企业负债占比大约80％左右，在制造业中，国有企业负债占70％左右(图2.4)。国家统计局的数据显示，

5000户工业企业调查的资产负债率从2002年的57.15％上升到2014年的62.10％(图2.5)。



资料来源：Wind数据库

图2.4 不同类型所有制企业的债务占全部上市公司债务的比重

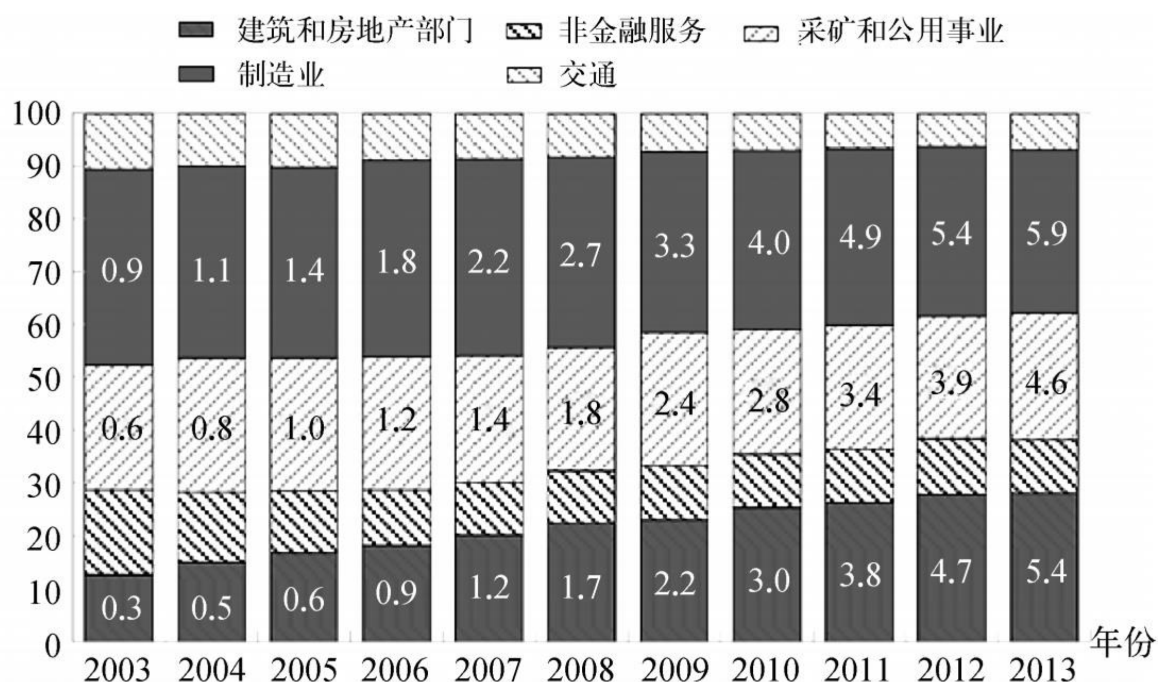


资料来源：CEIC数据库

图2.5 5000户工业企业调查资产负债率

从中国非金融企业债务的结构分布来看，具有以下几个特点：

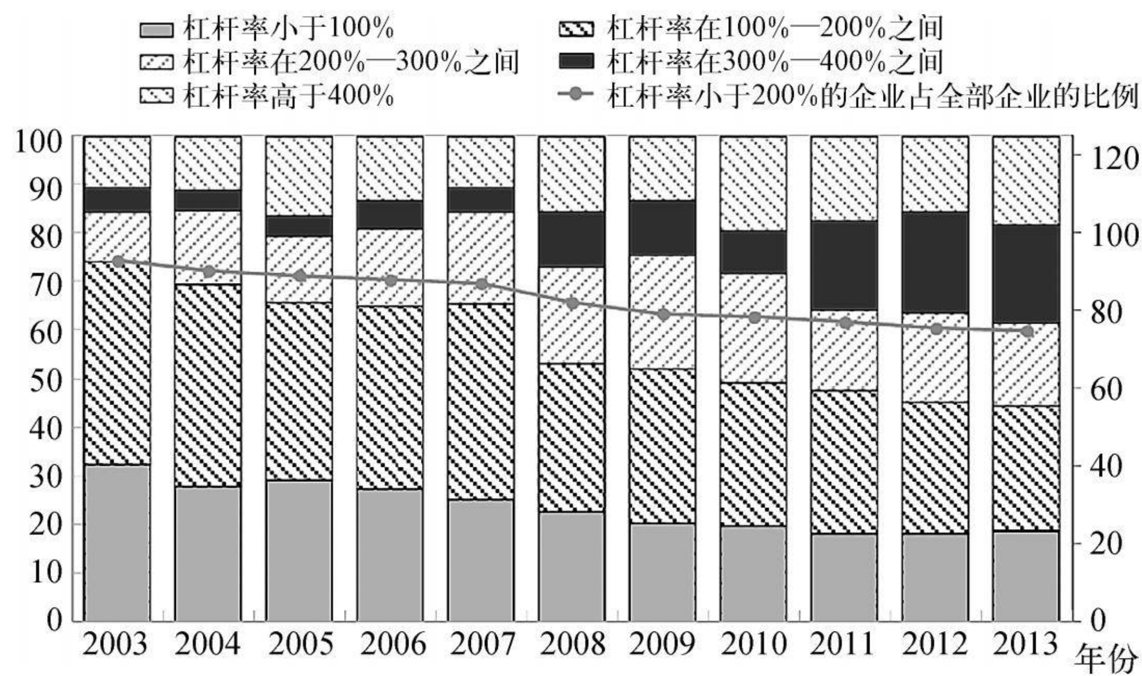
(1) 行业分布特点。图2.6显示，从行业分布来看，中国非金融上市企业的债务规模显著上升，但是制造业部门的债务所占的比重出现下降，制造业部门杠杆率(债务/权益)也只是略有上升，债务/权益从2007年的99.05％上升到2013年的101.87％。债务比重上升的领域主要是房地产和建筑部门，其次是采矿和公用事业部门。2013年房地产和建筑部门的债务占上市公司总债务的比重接近25％，相对2003年上升了15％。2007—2013年，建筑企业的债务/权益从170.74％上升到270.66％，采矿业从99.76％上升到119.90％，石油和天然气从54.72％上升到114.57％。



注：左轴表示行业债务占所有企业债务的比重，柱状图中的数字表示债务额，单位为万亿元。下图类同。

图2.6 中国非金融企业债务分布的行业特点

（2）企业分布特点。图2.7显示，从企业规模来看，非金融企业债务主要集中于大型企业，我们根据企业债务从高到低排序后发现，前10家债务规模最大的企业在2500多家上市企业债务中占20％，前20家企业大约占比30％，前50家债务的企业在2500余家上市公司的总债务中占到的比重大约达到50％，企业债务主要发生在一些大型的企业。此外，我们根据上市公司债务/权益按照100％以下、100％—200％、200％—300％、300％—400％以及400％以上进行分组，发现杠杆率比较低的企业数量的占比是下降的，杠杆率比较高的企业数量在增加。这表明中国企业杠杆率上升的背后是这些高杠杆企业数量在增加，并且集中在房地产和建筑、采矿类的行业。中国非金融企业债务增加主要是由高杠杆率的企业造成的，大约1/3的企业债务属于杠杆率较高（债务/权益超过300％）的企业。债务集中度高，加上杠杆率上升，会增加企业的财务脆弱性，降低企业投资效率和偿付能力。



注：杠杆率用债务/权益来衡量。

图2.7 非金融企业债务上升主要是高杠杆企业比重增加

(3) 所有权分布特点。以债务/权益作为杠杆率的衡量指标，债务采用上市公司统计数据中的债务值，而不仅仅包括贷款和发行的债券。从图2.8可以看出：① 私营企业一直处于稳定的去杠杆过程，而国有企业则在加杠杆，非金融企业杠杆率上升主要是由国有企业杠杆率上升引起的。② 在全球金融危机之前，国有企业的杠杆率比私营企业低。然而，全球金融危机后，国有企业的杠杆率比私营企业高。③ 在2006年之前，私营企业和国有企业的债务/权益比例都是上升的，2006—2010年国有企业是上升的，私营企业是下降的，2011年之后开始两个都有上升的趋势。不过，2011年以来，非金融企业总体杠杆率的中值较为稳定，但是不同部门和不同企业间存在很大差异。具体而言，私营企业从2006年以来一直处于去杠杆过程，私营企业杠杆率中值从2006年的125％下降到2013年的55％，私营企业杠杆率90分位数从2006年的303.7 ％下降到2013年的206.4％。对于其他分位数的杠杆率和大部分产业(房地产和建筑部门除外)，也同样存在这种下降趋势。相反，国有企业杠杆率的中值从2003年的91.7％上升到2006年的112.88％，但是从2006年以来较为平稳，到2013年为113.94％。但是，国有企业杠杆率90分位数从2006年的292.43％上升到2013的349.81％，国有企业在75分位数的杠杆率也呈现类似的显著上升趋势，表明国有企业债务增加主要是由高杠杆率的企业造成的，也就是国有房地产和建筑部门以及地方国有的矿产和公用事业企业，占新增债务的大部分。在房地产和建筑部门，2013年杠杆率最高的60家企业的债务占房地产和建筑部门总债务的比例超过2/3，10年里上升了将近3倍左右。

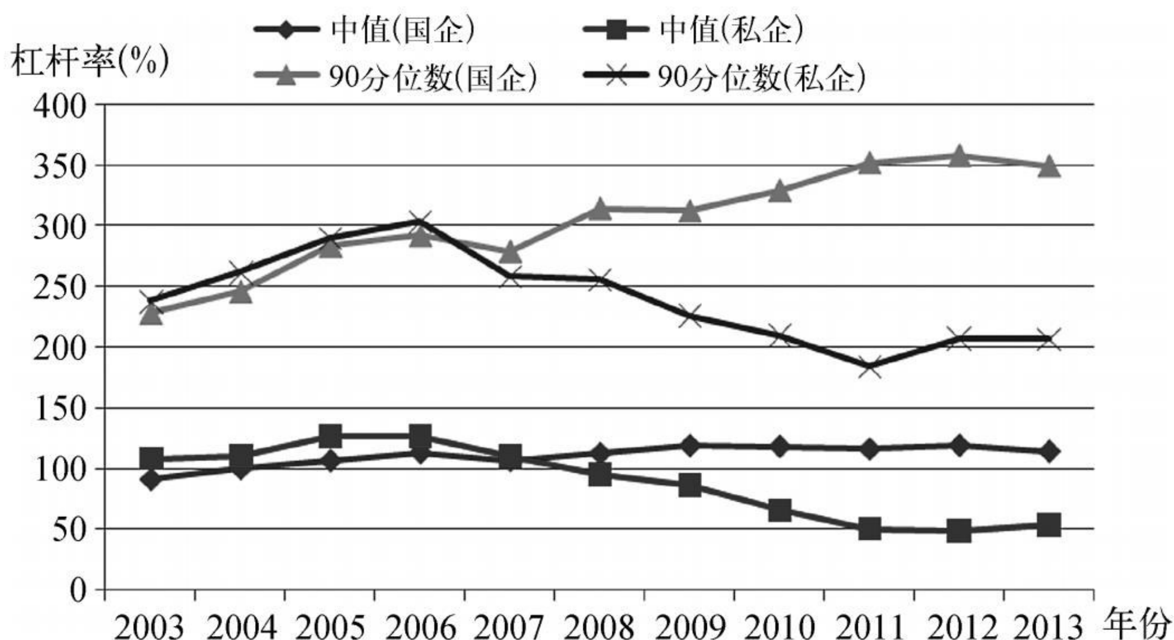


图2.8 不同所有权的中国非金融企业杠杆率(债务/权益)

2013年，我国国有企业资产累计91.10万亿元，负债率为65%。国有企业比重高的行业负债率也相对比较高。工业企业里，2007—2012年国有及国有控股企业资产负债率从58%上升到62%，而非国有部门从58%下降到56%。国企杠杆率比较高，侧重在一些传统行业。以原材料、电力煤炭能源、重化工、钢铁、有色、公路铁路等行业为代表，偏国有部门主导的行业，资产负债率2008年以后有很大的持续性上升；而以医药、生物、消费、科技、互联网等部门为代表，偏私人部门主导的新经济，在2008年之后杠杆率总体持平。

(4) 中国非金融企业债务主要来自国内信贷，外币债务比重并不高。过去很长一段时间，中国企业主要依赖自有资金进行投资；但是全球金融危机后企业利润下降，使得企业越来越依赖借款进行投资，由于中国储蓄率较高，企业主要依赖国内融资来进行投资；不过，由于国际市场上利率较低，部分企业开始进行海外借贷。尽管中国非金融企业的外债金额自2010年以来增长迅速，但是其规模相对于GDP、国际储备和国内信贷而言，仍然是较小的。中国国家外汇管理局的最新

数据显示，2015年9月底中国外债余额15298亿美元，约占GDP的15％；而社会融资总量高达GDP的200％；而2008年的外债余额只有3901.6亿美元。其中，较高比例的外债属于短期贸易信贷，2014年底，8954.6亿美元的外债余额中，贸易信贷占到3344亿美元。短期贸易信贷主要通过在岸银行获得，从而掩盖了企业部门的潜在外债风险。根据BIS的数据，外国银行对中国债权的大约40％都集中在国内银行部门，2015年第3季度外国银行对中国的债权大约为7329亿美元，其中2915亿美元属于国内银行部门。中国非银行私营部门对于外国银行的直接风险敞口一直较为稳定，表明在岸银行通过担保和信用证的形式，充当企业海外借贷的中介。企业利用国际低利率进行融资，没有表现为企业对外国银行的风险敞口上升，却表现为跨境银行信贷的增加。除了通过银行进行对外借款，中国企业也通过离岸债券发行在国际金融市场进行低成本融资，中国企业的离岸债券发行量自2010年以来迅速上升，这些债券通常是由离岸实体发起，没有进入官方外债统计数据中。离岸债券市场大约一半的资金是由国内企业运作。在大型新兴市场经济体中，中国离岸债券市场发行额最大，2013年为740亿美元。离岸债券发行主体主要包括金融机构、国有企业(石油和天然气部门)的融资平台以及非金融企业。2009年以来，房地产企业成为离岸市场上主要的发债主体。数据显示，截止到2014年6月底，中国未偿还的离岸债券发行中，房地产占28.2％，金融部门占19.7％，石油和天然气部门占18.6％，公用事业和能源部门占6.6％，计算机和电子设备部门占5.1％，金属和钢铁部门占4.9％，交通部门占3.7％，政府部门占1.3％，建筑部门占1.9％，化学部门占1.8％，其他部门占8.2％。

总之，全球金融危机后，中国上市公司中私营企业的杠杆率下降，而杠杆率较高的国有企业，其杠杆率进一步显著上升，杠杆率上升的部门主要集中在房地产、建筑、采矿和公用设施等行业，企业债务的上升主要归功于少数高杠杆率的企业。如果采用债券余额和贷款来测度杠杆率，可以发现杠杆率的趋势与采用企业总负债计算的结果类似，不过前者走势更为平缓。无论是中央国有企业、地方国有企业

还是私人企业，企业的贷款和债券占总债务比例的中值大约为40％，90分位数大约为70％，其他债务包括贸易信贷、应付账款和其他借款。

3．杠杆是怎么加起来的

中国非金融企业主要经过两波加杠杆，第一波加杠杆发生在2003—2007年，这一波高杠杆是流动性泛滥的结果。2008年全球金融危机以来，我国实施宽松的货币政策，从流动性角度看，中国M2/GDP比率在180％—190％之间，较高的流动性与企业部门的负债率密切相关。从某种意义上讲，过多的流动性增加了总体负债率。这一时期的杠杆率上升伴随着企业的整个资产收益率的上升。我们看企业的净资产收益率(ROE)上升很快，所以可以观察像钢铁行业，还有中国铝业大量的并购发生在2005—2008年。钢铁企业ROE在2003—2008年都很高，基本上是25％，宝钢达到了35％。在ROE很高的情况下企业会进行大量的投资，大量的并购都是发生在2005—2008年的。铝业也是一样，电解铝行业的ROE在2003—2008年一直上升得很快，中铝在这一时期进行了大规模并购。这时整个工业行业的利润率在上升，推动了企业扩张。

第二波加杠杆发生在2008年全球金融危机爆发后，实体经济的需求下行，政府为了刺激经济主动加杠杆，国有企业在这里面充当了非常重要的角色。所以最后整个企业部门的债务比率上升很快。中国的投资严重依赖贷款，所以资金会大量流入重资产行业(因为有抵押)[注]、国企、地方政府和地方融资平台(因为隐含国家信用)及中西部行业(因为有贷款优惠)。这几个行业、地区的交集则是杠杆的重灾区。从2008年到2016年初企业部门的债务占GDP比率上升很快，导致这几年中国总体杠杆比率的平均上升速度达到14％。企业劳动力成本、环保成本、要素价格成本、利率市场化后资金成本上升以及人民币升值压力导致企业的经营压力增大，都在推动杠杆率上升。第一波加杠杆，实

际上是私营企业和国有企业都在加杠杆；第二波加杠杆最主要还是国有企业。根据工业企业利润数据，2008年之后，大型国有及国有控股企业资产负债率明显上行，国有和国有控股企业资产负债率与国有企业利润增速之间存在非常明显的负相关关系。

2010年以后，对于通货膨胀的担心使政府开始了一轮紧缩政策。如果2008—2011年的杠杆上升是宽松政策的结果，那么很容易形成一种错觉，以为紧缩应该能够将杠杆降下来。可惜的是，在初始条件不同的情况下，货币政策的效果是不对称的：宽松货币政策会提升杠杆；高杠杆的情况下，紧缩货币政策却未必会降低杠杆。银根紧缩，利率上行，企业利息负担更重；同时经济增速下滑、企业收入减少、房地产市场低迷导致企业资产缩水，企业更容易借新债还旧债，从而进一步抬升杠杆。实际上，2011年以来的紧缩政策，不仅没有降低杠杆，反而增加了杠杆：非金融企业债务/GDP的比率从2011年的124％上升到2015年6月底的163％[注]，增加了39.1％；而2008—2011年这一比率仅仅增加了25.4％。

4. 高杠杆的后果

企业债务高会对经济增长和金融稳定带来风险；企业去杠杆进程则会抑制经济增长，同时企业违约会对银行资产负债表、信贷的可获得性带来负面冲击，进而影响经济增长。回顾亚洲金融危机，金融危机时韩国杠杆率比较高，达到81％，所以亚洲金融危机发生后，韩国受到的冲击非常大，就是因为韩国的负债/资产比值特别高，所以当企业面临外部环境不好、现金流为负，这个企业立马就出现问题。

利息备付率(interest coverage ratio)，是指项目在借款偿还期内各年可用于支付利息的税息前利润与当期应付利息费用的比值。EBIT(息税前利润)为扣除利息、所得税之前的利润，等于净利润+所得

税+利息。EBIT主要用于衡量企业主营业务的盈利能力；息税前利润(EBIT)/总资产、息税前利润(EBIT)/利息费用，可以用来衡量上市公司的盈利能力。息税前利润(EBIT)/总资产从全球金融危机前就开始随着经济增长速度的下降而下降。国有企业的盈利能力周期性不如私营企业，2003—2007年国有企业的盈利能力只是略有上升，全球金融危机后国有企业息税前利润(EBIT)/总资产稳定在略低于5%的水平。然而，2003—2007年私营企业的盈利能力大幅提升，2007年超过10%，2009年以来下降到6%左右(图2.9)。类似地，国有企业的息税前利润/利息费用一直稳定在4%左右；但是私营企业这一比率从2005—2010年稳步上升，在2010年达到10%左右，然后开始下降，到2013年大约接近5%左右(图2.10)。通过比较国有企业和私营企业的息税前利润/总资产以及息税前利润/利息费用可以看到，私营企业盈利能力高于国有企业。

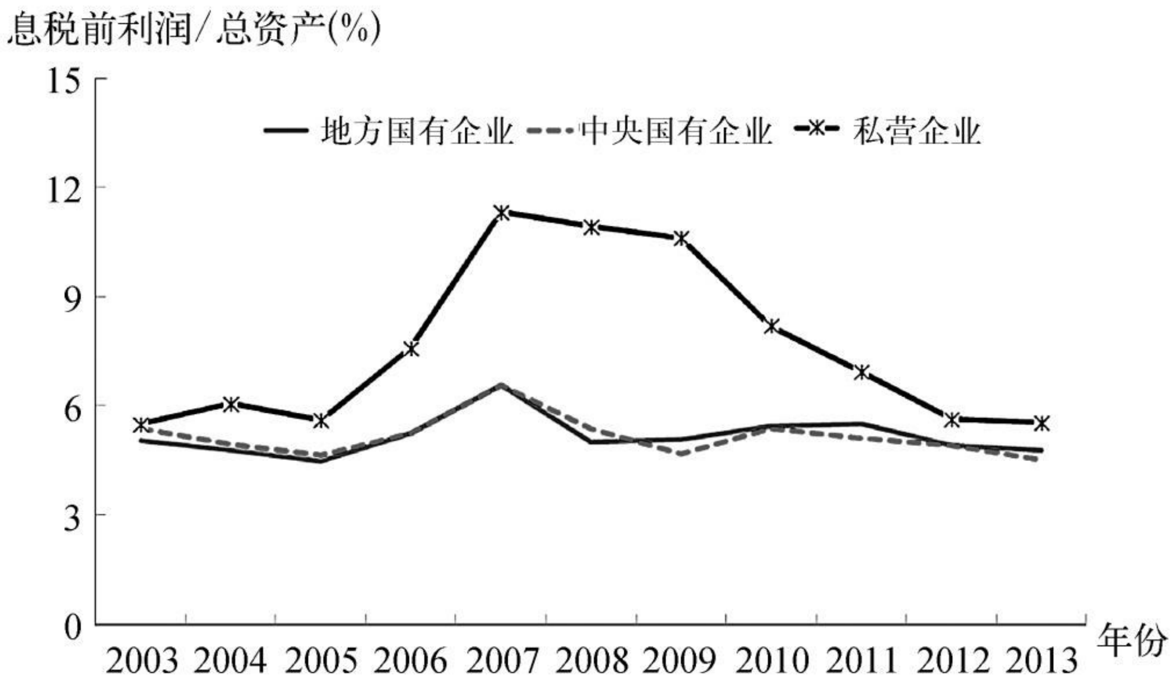


图2.9 国企、私企盈利能力比较(息税前利润/总资产)

杠杆率高的企业往往盈利能力弱，利息覆盖率低，流动性差(图2.11)。计量结果表明，债务/权益超过300％的高杠杆率企业，其盈利能力比低杠杆企业低1.5％—2.0％。注这表明，债务比重越高，支付利息后的公司利润表现会越差。一个企业如果现金流下降到不能覆盖利息的时候，这个企业就会出问题。经济增长下降的时候，产品销售会受到影响，这会恶化企业现金流，导致资金周转问题，之后企业因为不想倒闭，可能继续借债，最后就是现金流的问题转化为资产负债表的问题。因此，在经济增速下行时，高杠杆最后的结果是现金流不能覆盖利息。中国经营性现金流为负的企业比例，在2008年之后呈上升趋势。图2.10显示中国非金融企业息税前利润/利息的比例：2009—2013年上市公司的利息覆盖率呈下降趋势，全球金融危机后，利息备付率从峰值下降到4％—6％；私营企业下降幅度尤为显著，很多行业出现亏损。中国企业投资回报率在下降，成本和汇率都在上升，这对投资回报率产生非常大的负面影响。

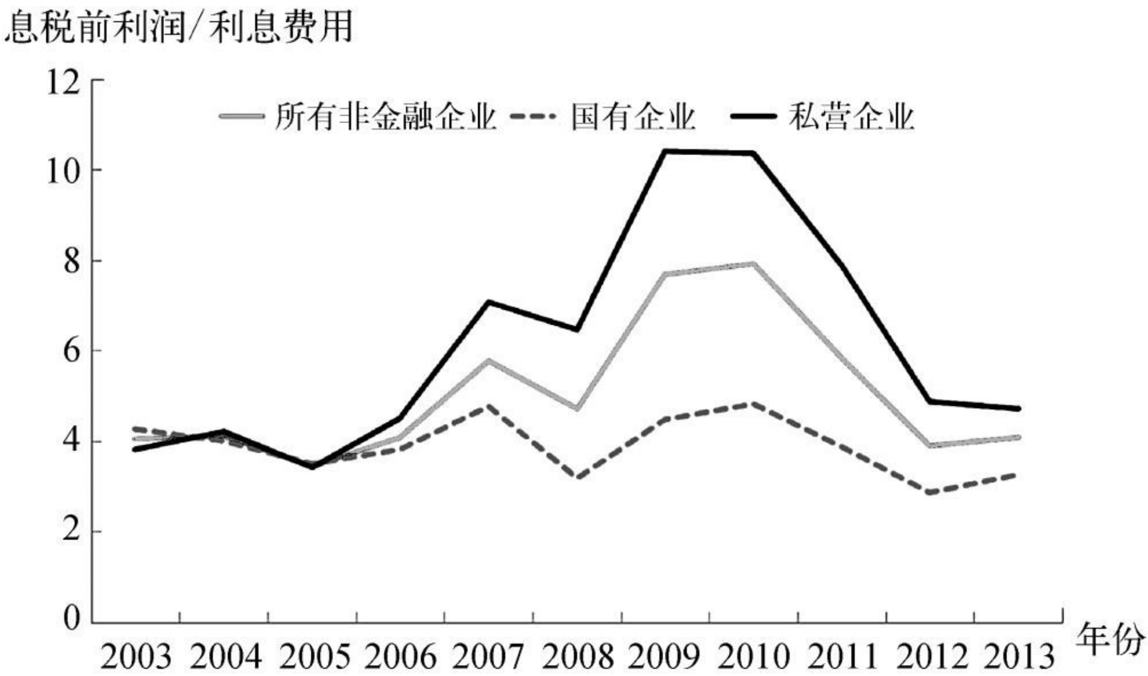


图2.10 中国上市公司利息备付率(息税前利润/利息费用)

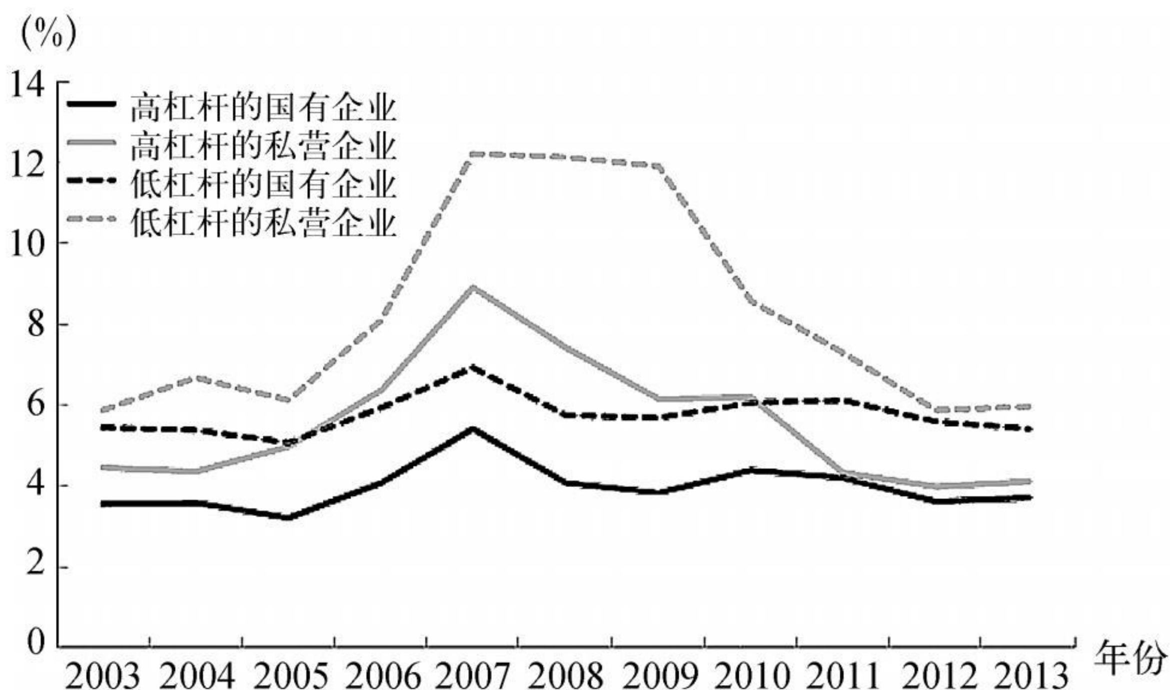


图2.11 杠杆率上升会降低企业盈利能力(息税前利润/总资产)

私营企业通常有更高的盈利来覆盖利息支出，国有企业，特别是地方国有企业盈利能力偏弱，不能覆盖利息支出。实际上，大约7%的地方国有企业的利息覆盖率小于1%，即已经陷入财务困境。从部门来看，初级产品部门的利息覆盖率最低。如果将利息覆盖率低于1%的企业的贷款和债券占所有上市公司的贷款和债券的比重，作为“有风险债务”的份额，这一比重大约为8%。从所有权来看，“有风险债务”比重最高的是地方国有企业。从行业分布来看，“有风险债务”比重最高的主要是制造业；尽管初级产品行业1/3的债务的利息覆盖率低于1%，但是其债务占全部上市公司债务的比重很低，只有0.1%；房地产和建筑部门“有风险债务”的比例很低，占总债务的0.7%，但是这个部门杠杆集中度很高，占所有上市公司债务的30%，意味着对房地产和建筑的冲击可能具有系统性影响。

中国国有企业的现金流问题尤其严重。2011年以后国企的财务费用超过了国企的利润。最典型的煤炭行业，现在亏损面很大；很多钢

铁企业在大面积的亏损；除了钢铁煤炭之外，还有其他很多行业如此。因为产能过剩很严重，中国现在相对以前问题在恶化，我们看到除了煤炭钢铁，还有造船，还有电解铝、平板玻璃、太阳能、家用电器、化工、水泥这些行业出现了相对比较严重的产能过剩。这会带来一个问题，即企业的销售收入可能会恶化。企业杠杆很高的情况下，如果说投资的回报率在下降，最后会带来很严重的问题。看一下中国的工业企业的利润可以发现，现在的工业企业利润明显在下降。比较一下美国和中国的上市公司净资产收益率(ROE)的情况，美国现在ROE大概在15％左右，中国已经低于这个水平。不管是证监会的数据，还是Wind资讯系统的数据，都能反映出中国的整体资本回报率优势在削弱。资本回报率下降的同时，我们整个企业的成本在上升，这会带来非常严重的问题。我们说现金流恶化，最后有可能会影响到资产负债表。在这样的情况下我们很多的企业可能要开始考虑去杠杆。这个去杠杆会带来一些问题，会影响到我们的经济增长，因为杠杆太高的话，最后企业利润很难覆盖现金流，这会影响投资增长速度、影响经济增长速度。企业去杠杆的时候，经济增速下行会恶化我们企业的债务水平，这样形成了企业的债务和经济增速下行相互恶化的一个局面。所以我们未来让企业去杠杆，不要过于剧烈。经济增长速度不能下降太快，下降得太快企业的债务会增加很快。

适当的杠杆化可以用较少的资金成本获取较多的资产，推动经济的快速发展。但是，如果杠杆率过高，会带来系列问题：增加还本付息压力，带来偿付风险；抑制私人部门投资和消费；违约风险上升，金融危机爆发概率与传染性增加；滋生道德风险。去杠杆意味着要紧缩信用，减少负债，这会带来实体经济的下滑。近几年来，我国企业杠杆率持续走高，企业财务成本不断增加，不断挤占再发展资金，进一步弱化了企业投资能力，压低潜在增长率，债务风险不断加大，企业债务风险日渐积聚，危及经济持续健康发展。如果2008年以来中国GDP的增长是加杠杆的结果，那么去杠杆很有可能让中国GDP的增长持续低于潜在增长率。反过来，经济增速下行又会进一步推升杠杆。

2004—2008年，中国经济发展迅速，企业杠杆率快速下降；2009年，企业大量举债，杠杆率快速上升；2010—2011年缓慢去杠杆；2012—2013年，经济增速下滑，企业杠杆率再度上升。我们应该避免去杠杆和经济增速下滑的恶性循环，但是继续加杠杆难以持续，一旦错过去杠杆的时机，未来中国再想开启去杠杆进程，很可能将无计可施。

目前来说继续加杠杆不太可行。中国经济增长在过去30年高度依赖投资，1981—2013年，中国GDP的实际增长率与全社会固定资产投资的名义增长率之间的相关系数高达78％。我们对未来的中国经济增长速度做一个假设，把2014年增长速度设定为7.3％，以后逐年把这个增长速度降低0.3％，2018年以后就是6.0％。根据这个增长速度，我们可以估算固定资产的投资增长速度。把这个速度算出来，再知道2014年是45万亿的固定资产投资，就可以计算出以后每年的固定资产金额。把这些加起来则2014—2018年全社会固定资产投资的总额将达到329万亿元人民币，比过去33年(1981—2013年)的总投资258万亿元还要多。如果中国的金融体系无法为今后5年329万亿元的固定资产投资提供足够的融资，那么2018年前经济增长率就会下降到6％以下，甚至更低的水平。固定资产投资在巨额基数之上的两位数增长难以持续，很快会超出现有金融体系的融资能力，而且也很难在短时间内寻找到足够数量、具有较好盈利能力的投资项目。

如果金融体系可以提供足够融资，货币供应量则难免大幅增长，这对通货膨胀、资产价格以及人民币汇率都会形成难以估量的压力。如果要继续这种高投资，实际上我们的资金来源有这几个渠道：第一是企业利润加折旧；第二是税收加土地出让金；第三是银行贷款、债券和影子银行体系；第四是外商直接投资(FDI)。目前企业储蓄在往下降，企业自有资金在往下降，企业利润增速下滑，FDI接近天花板，如果将来要满足投资高增长，目前的金融体系要为固定资产投资筹集如此巨额的资金，便会因资金需求量过大导致融资成本大幅攀升。在投资的边际收益递减的情况下，企业的融资成本攀升，必然令投资项目

的盈利能力更加恶化。更大规模的产能过剩和更大面积的项目亏损，金融机构的资产质量恶化，金融风险上升。如果融不到这么多资金，投资增长在今后两三年内急剧下滑，将引发大面积的企业亏损与破产，并对就业、税收、银行资产质量、国际收支、人民币汇率、资产价格等多方面产生影响，包括经济增长率下滑、商业银行坏账上升、金融体系风险上升、资产价格暴跌、就业压力增加、财政状况恶化。

5. 去杠杆的影响

信贷高增长会影响中国经济增长和金融稳定。国际经验表明，信贷扩张通常会伴随金融危机和经济的长期放缓，金融危机后中国企业投资的急剧上升主要是通过信贷获得，但是投资的效率在下降，企业利润在下滑，使得企业债务的风险上升，特别是产能过剩部门国有企业的利息覆盖率下降。中国国内的高储蓄使得高信贷增长模式更为容易，但是随着投资效率的下降这种信贷高增长是很难持续的，最终将会拖累GDP、家庭收入和储蓄。此外，资产价格下跌会导致负债/资产比率上升，房地产市场的调整会从资产方对企业的资产负债表产生影响，尤其是房地产部门的影响会更大。原因在于，资产与债务，是硬币的两面：当资产价格无法稳定，那么债务风险敞口将继续放大，甚至出现违约；当违约造成的恐慌在该债务市场内和债务市场间传递、放大之后，形成负向正反馈效应，进而造成社会整体信用收敛。当资产价格处于下行通道之时，一方面会造成资产价值对债务的覆盖率降低，同时还会因“买涨不买跌”的心理效应使得资产流动性快速下降，出现金融加速器效应。

由于我国高杠杆的问题(债务增速过快，地方政府和企业债务高，而居民部门和中央政府负债率偏低；产能过剩的国企高杠杆尤其突出)，去杠杆和调结构被绑定在一起，成为这几年政府工作的主要思路之一，中国非金融企业不可能像过去那么加杠杆了。但是，去杠杆也

不能过于剧烈，不能盲目去杠杆，只能以渐进缓慢的方式去杠杆。如果很快地去杠杆，很可能会引起金融危机。盲目要求非金融企业去杠杆，企业利润空间将进一步压缩，企业的流动性受到威胁，去杠杆化的进程将极为困难、缓慢甚至适得其反。因此，未来中国去杠杆的时机和方式的选择十分重要，一方面要警惕高杠杆带来的风险，另一方面也不可盲目采取去杠杆措施。应当采取健康积极渐进的手段去杠杆，即通过经济持续稳定增长逐步化解高杠杆。

6. 中国去杠杆的问题和方式

那么，中国怎么样去杠杆呢？可以从几个方面去看。杠杆率如果以债务/名义GDP来衡量，由于：

$$\frac{\text{债务}}{\text{名义 GDP}}=\frac{\text{债务}}{\text{资本}}\times\frac{\text{资本}}{\text{实际 GDP}\times\text{通货膨胀}}$$

杠杆率的变化为：

$$\Delta\text{杠杆率}=\Delta(\text{债务/资本})-\text{全要素生产率}-\text{劳动产出弹性}\times(\Delta\text{劳动}-\Delta\text{资本})-\Delta\text{通胀}$$

其影响因素包括：企业债务/资本、全要素生产率、产业的劳动和资本比率及通货膨胀率。生产率越高，劳动密集型产业比重越高，通货膨胀率越高，当然杠杆率就会越低。围绕这个公式可以发现，去杠杆首先是把企业债务/资本的比例降下来，一个是被动去杠杆，第二可以转移去杠杆，扩大需求，增加资本回报率，还可以进行债务转移，增加权益资本。

具体来说，资产端通过政府部门举债(如城镇化或基础设施投资)创造出大量需求，进而消化掉过剩的产能，减少负债，同时保持适度通胀，扭转物价下降趋势。负债端进行结构性改革。由于民营企业的资本回报率及人均产出都远高于国有企业，“国退民进”能提高企业的效率，提升盈利的同时有效地减少负债。同时实施资产证券化、违约注销。权益端放开首次公开募股(IPO)、放开并购、债转股、混合所有制。

政策建议包括：一是通过城镇化、适度宽松货币政策、一带一路提升对外开放层次来消化吸收国内传统行业的巨大产能。二是放松金融业管制，发展有利于企业融资的直接融资市场(IPO、并购、债转股、资产证券化)，支撑创新的持续。三是适当违约也非常重要，否则金融资源无法有效配置到真正有效的企业。四是简政放权、放松管制，提高民间资本创业、投资的积极性和效率，放开进入壁垒，促使要素进入生产效率高的行业。五是培育和发展新兴产业(知识密集型、生产性服务业、养老产业)，鼓励和推动民营经济的成长。六是国有资本应大部分退出竞争性领域，鼓励和支持民营企业真正参与竞争性领域国有企业改制改组，在经营方式上实现以民营资本为主导的混合所有制，加速非公有制经济和中小企业发展，将国有资本收益投入到国家安全、公共服务和自然垄断领域。

---

1. 这里的企业债务只包括银行贷款和企业发行的债券。
2. 资料来源：IMF (2014) China Article IV Consultation Staff Report。
3. Standard and Poor’s, 2014, “Credit Shift: As Global Corporate Borrowers Seek 60 Trillion, Asia□Pacific Debt Will Overtake U.S. and Europe Combined,” Ratings Direct (NewYork: McGraw□Hill, June).
4. 全球金融危机后，房地产企业之所以加杠杆比较多，是因为其面临的利率成本相对较低。由于房地产涉及众多相关行业，它对企业杠杆率有重要影响。
5. 数据来源于BIS。
6. Mali Chivakul, Raphael W. Lam, Assessing China’s Corporate Sector Vulnerabilities, IMF Working Paper NO.1572, March 30, 2015.

第3章
中国债务的虚与实(注)

胡伟俊

债务问题是目前中国经济最重要的问题之一。债务水平到底有多高，债务危机是否很快会降临，债务问题的根源是什么，最终将何去何从？本文将尝试回答这些问题。我们认为，近期爆发债务危机的可能性不大。但债务问题只是中国经济深层问题的表现。如果不能通过改革来解决这些问题，投资效率将不断下滑，中国经济有可能陷入“中等收入陷阱”。

1. 解析中国债务负担

我们估测，中国非金融的债务在2015年达到GDP的245%，其中有六大特征值得指出。

首先，银行部门是最大债权方。中国金融体系总体来说并不复杂，占主导地位的是国有商业银行，而非投资银行。而且，债务并不是依靠波动性很大的货币市场基金来支撑，而主要来自相对稳定的银行存款。我们估计，银行贷款占到了非金融债务的58%，债券占20%，其余则主要来自影子银行借贷。

银行存款又主要来自居高不下的国内储蓄。由于银行几乎全部为国有，储户并不担心银行会破产。当然这种信心也是有道理的，毕竟央行具有无限供给货币的能力。只要有央行的支持，银行不可能无法

支付储户的提款。十多年前，正是由于这种信心的存在，即使中国银行体系的坏账率达到40%以上，技术上已经破产，却没有出现银行挤兑。储户资金仍然源源不断流入银行，保证了银行体系的正常运转。

而债务中外债的比例也非常低。2015年底，中国的外汇储备有3.3万亿美元，而总外债只有1.4万亿美元。从国际投资头寸看，中国仍然是净债权人，也就是说，中国持有的外国资产大于欠外国的债务。而且，外债有一半都是人民币计价，现有的外币计价外债仅占中国总体债务的不足3%。历史上比目前困难的时间有的是。1993年，中国的外债有840亿美元，外汇储备则仅有210亿美元。

第二，中国的企业部门债务虽然很高，但2/3都是国有企业债务，主要债权方为国有银行(图3.1)。若计入政府债务(GDP的61%)，中国债务中大部分类似于在广义的政府部门(政府、国有银行、国有企业)之间左手借到右手。这对金融稳定有巨大影响。当经济下滑，企业(和家庭)的偿债能力会恶化，银行体系也会受到不良资产的冲击。但在中国的体系下，国家要应付债务问题就容易得多，因为可以在国有部门内部之间腾挪债务，如地方政府债务置换或企业债转股之类。

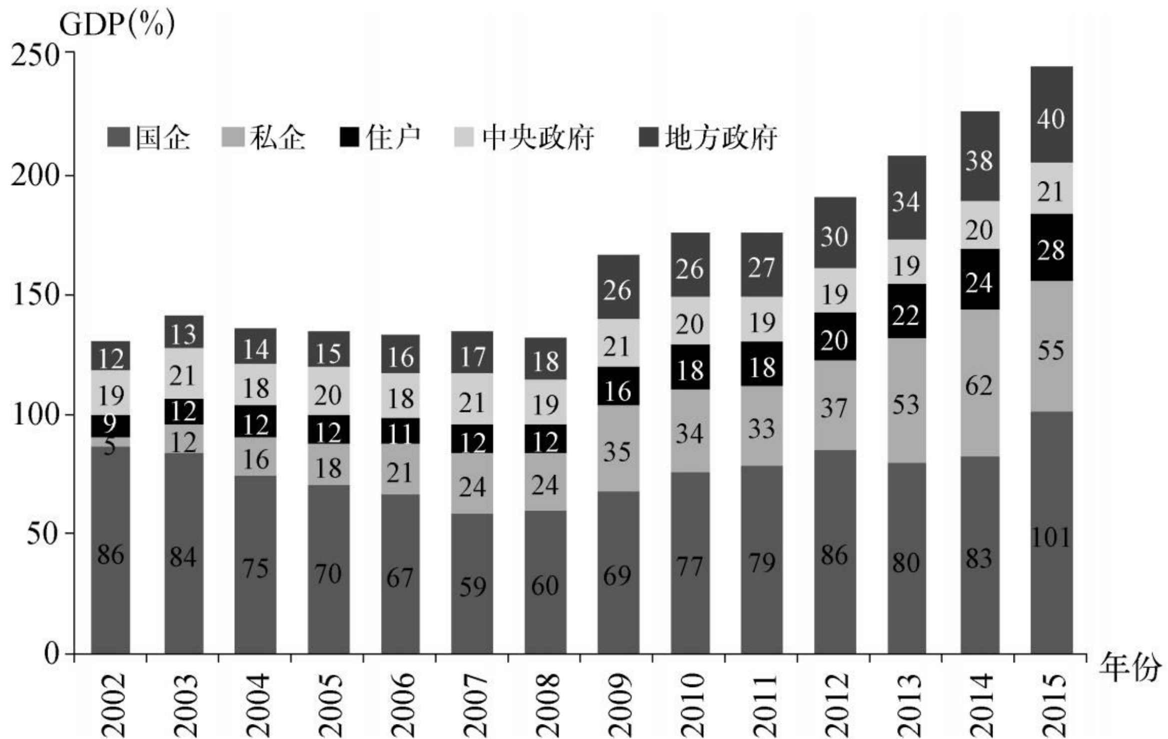


图3.1 中国分部门债务率比较

第三，中国的政府和家庭债务都不算高。2015年底，中国政府债务(包括类似中国铁路总公司债务在内的或有债务)只占GDP的61%，远低于美国的94%和日本的211%(图3.2)。

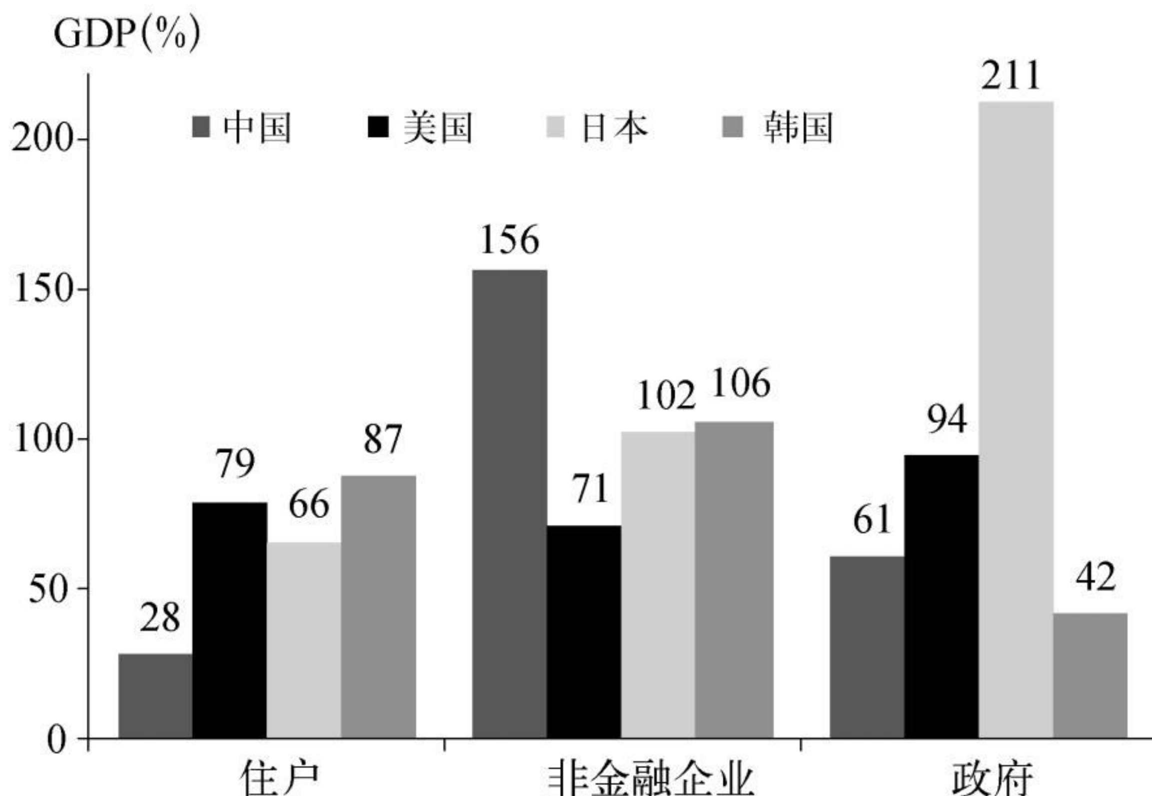


图3.2 中美日韩四国分部门债务率比较(2015年)

至于家庭部门的债务，目前市场的估算普遍偏高，占到GDP的40%左右，这是因为人们往往使用家庭部门贷款来估算家庭部门债务。但家庭部门贷款也包含部分“经营性贷款”，而这种贷款本来应该计入企业贷款。

因此，我们在估算家庭债务的时候只计入消费性贷款，包括房贷按揭、汽车贷款、信用卡贷款等。这样算来，中国的家庭债务只占到GDP的28%，其中70%是住房按揭，远低于美国的79%和日本的66%。其实，由于中国的GDP增长比起世界大多数国家都高得多，中国家庭部门的确应该更多借债，以平滑现在和未来的消费。

第四，在政府债务中，约有2/3为地方政府债务，1/3为中央政府债务。由于中国的政治集权与经济分权，地方政府对经济发展负有主

要责任，这一比例并不出人意料。地方政府债务中约有30%都是通过地方政府融资平台筹得。

地方政府融资平台引发了很多误解。常见谬误之一是重复统计。比如，许多分析都将地方政府融资平台的债务计入企业债务，因为它们出现在了企业贷款的统计项下。但同时又将融资平台债务计入地方政府债务，因为这些数字也出现在地方政府债务的统计数字中。

另一个谬误就是对融资平台债券违约的预测。因为大部分融资平台都发行债券，需要公布财务数据，所以分析员可以通过比较息税前利润(EBIT)与利息支出，来计算利息覆盖率。

现实中，融资平台大部分的资产负债期限都高度不匹配，也就是说，它们往往通过短期债务来为长期的基础设施项目筹款。这也就不奇怪，基于利息覆盖率的信用分析认为过半的融资平台债务都有严重的违约风险，从而基于此得出中国的地方政府债务危机在所难免的结论。但有趣的是，这类信用分析很多都是三年前做的，之后中国并未出现大规模的地方债务破产潮。原因何在？

这是因为，这类分析忽略了融资平台是地方政府的一部分。融资平台的偿债能力不在于他们自身，而在地方政府的资产负债表。甚至在中国政治体系下，很难出现如美国那种地方政府破产的情况。说到底，只有一张资产负债表有意义，那就是整个中国政府的资产负债表。我们已经见到，去年中国进行了地方政府债务置换，实际上也就是将地方政府债务转到中央政府的资产负债表上了。

需要指出的是，地方政府债务并不完全是隐性担保和软预算约束。没有中国经济的高度分权、没有地方政府的企业家精神，中国经济不可能创造过去30年的奇迹。同时，地方政府融资平台将大部分融资都投在了基础设施领域，其收益也是巨大的，但需要从更大范围内的资产负债表来衡量。比如，某地方政府融资平台可能投资到地铁线

的建设，地铁公司可能不断亏损，但地铁沿线的土地价值却会上升，土地销售收入则会惠泽地方政府。

第五，如果用债务—资产比来评估中国债务，问题就显得没那么严重。人们往往用债务—GDP比来衡量债务水平。这种衡量标准有其优势，比如数据比较充分，可以进行跨国比较。但该指标绝非完美，因为债务是存量，GDP却是流量。一个更好的指标是比较债务和资产，因为这两者都是存量。

中国工业企业的债务—资产比已经连续两年下降，并且比20世纪90年代末期的时候低了近10％(图3.3)。同时，政府部门的债务—资产比近年来也持续下降，意味着权益增长的速度比债务更快。这样说来，中国的债务状况也就不那么灰暗了，因为借贷转化为了资产并且创造价值。换言之，虽然世界上很多政府是通过借债来进行收入再分配、填补养老体系亏空，或是满足政府性消费，但中国政府的借贷更多是用于资本形成，包括建造工厂、基础设施和扩大土地储备等。

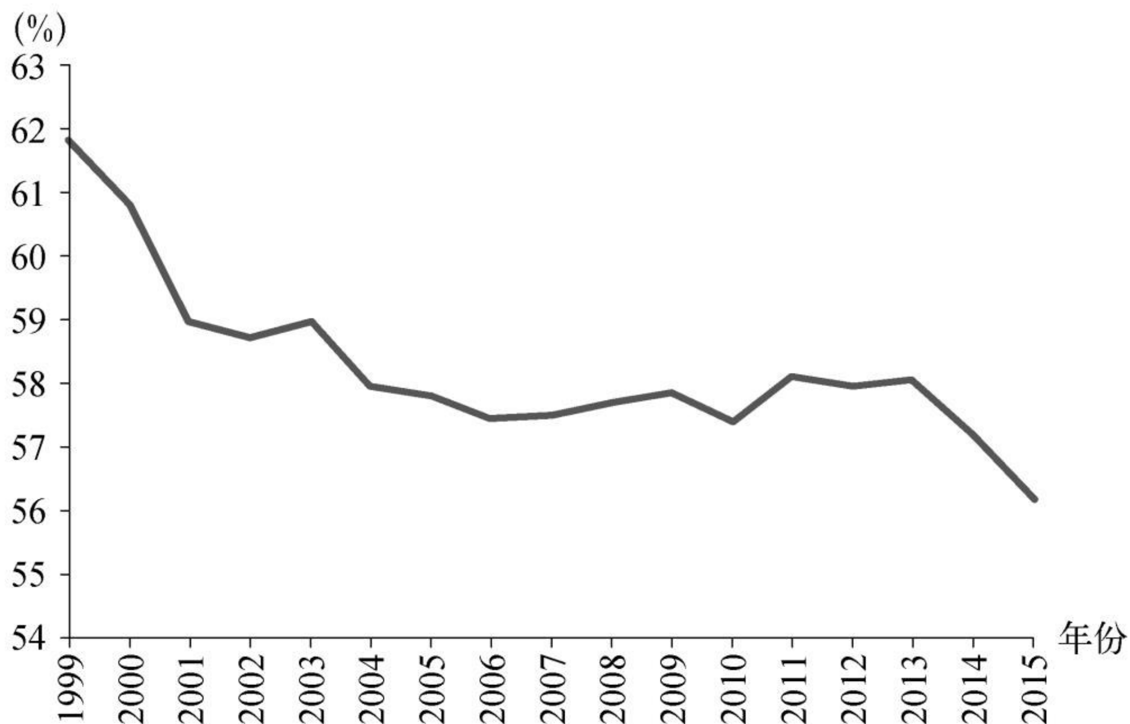


图3.3 工业企业资产负债率

最后，并不是所有的杠杆操作都有害。关键不在于降低总体杠杆率，而在于降低无效的杠杆，也就是那些无法产生足够价值以弥补融资成本的借贷。过去几年，中国国有企业在加杠杆，但私营企业一直在去杠杆(图3.4)。这也许是近年来中国投资效率持续恶化的原因之一。甚至在现有体制下，简单的去杠杆不能解决问题，因为在现有体系下大幅去杠杆，可能是私营部门会首先受到挤压，只会导致经济效率更多下降。

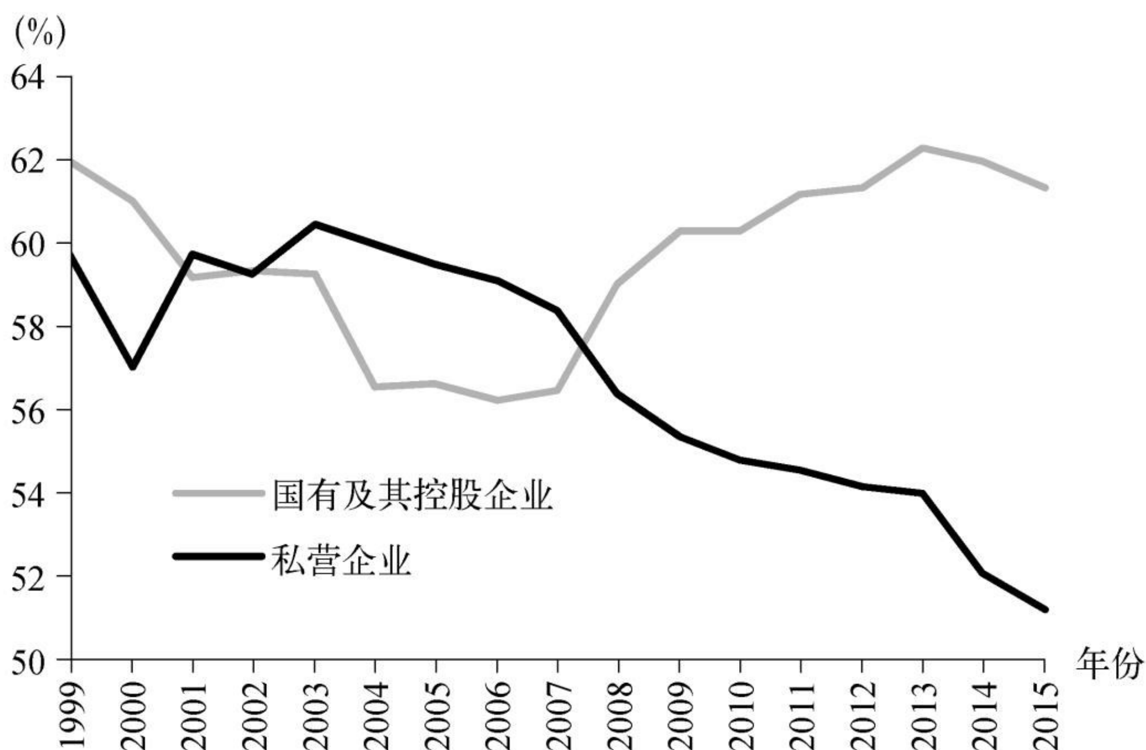


图3.4 工业企业资产负债率：国有与民营

2. 中国会发生债务危机吗？

中国债务问题何去何从，众说纷纭。有人担心会发生类似于东亚金融危机那样的国际收支危机；有人担心会出现雷曼兄弟那样的危机，揣测中国何时会出现“明斯基时刻”；还有一种相对乐观的观点认为中国可以避免危机，但将陷入类似日本20世纪90年代那种持久的“资产负债表衰退”。

亚洲金融危机？

2016年早些时候，市场担心中国将出现国际收支危机。我们认为这种可能性很低。首先，由于拥有高储蓄率，中国债务融资来源大部分是本国储蓄而非国外借贷，外币计价外债低于中国总债务的3%。

第二，外汇储备在2016年6月高达3.2万亿美元，相当于25个月的进口额、短期外债的3.5倍。衡量外汇充足率通常参照古多蒂—格林斯潘规则(GuidottiGreenspan rule)，即认为外汇储备只需超过短期外债1倍即可。

第三，贸易盈余仍然巨大，2015年仍有6020亿美元。

第四，存在严格的资本管制，并且相当有效。

基于以上原因，中国不太可能发生经典意义上的新兴市场危机。在高度依赖外部融资的国家，如果外国投资者突然丧失信心决定撤资，资金流入戛然而止，则可能导致信贷断裂乃至金融危机。中国的情况明显不同。

并且，如果有必要，人民银行可以作为最后贷款人为系统注入流动性。中国资本账户仍未完全开放，外债水平低，外汇储备高，因此其货币政策的自由度要远高于大部分新兴市场国家。

“明斯基时刻”？

“明斯基时刻”是指投资者恐慌抛售金融资产的情况。当市场出现恐慌的时候，由于所有人都想抛售资产，一时间卖家远远超过买家，市场流动性迅速枯竭，从而引发资产价格大跌，并触发进一步的抛售。这也是2008年金融危机的起因。

中国会发生这种情况吗？许多评论家指称债务率走高，银行资产质量恶化，故这种危机迟早会发生。这种说法至少忽略了四个关键因素。

首先，“明斯基时刻”若发生，必须要有一个流动性的触发点(liquidity trigger)。比如，中国的银行体系在20世纪90年代末曾经有过高于40%的坏账率，从技术角度看那时中国所有银行都应发生挤兑

和破产了。但事实并非如此，因为中国的银行并没有流动性的问题。储户仍然把钱存入银行，因为他们相信银行有政府的担保。银行因此得以继续运转，即便银行的资产质量已经出了大问题。

第二，中国金融体系相对发达国家来说比较简单，大部分信贷来源都是相对稳定的银行存款，而不是起伏不定的货币市场基金。中国债务中只有14%是影子银行借贷。而且，中国的影子银行中的大部分更像是“银行的影子”，其存在的目的是为了监管套利。换句话说，中国发生影子银行的挤兑要比美国难得多，因为大部分影子银行背后还是有真正银行的支撑。此外，70％的理财产品投资于简单的债券类产品或银行存款，复杂金融产品在中国还很少。

第三，中国政府借贷主要不是用于收入再分配，而是用于投资，因此政府拥有大量高价值资产。一旦有需要，可以通过出售资产来注资银行。在这么做之前，人民银行也可以首先通过降低存款准备金率(目前为17%)向银行部门释放流动性。

第四，市场恐慌并不必然导致“明斯基时刻”，如果政府能够及时为市场注入资金并稳定市场情绪，就可以避免资产抛售和价格的螺旋形下跌。事实上，这也是海曼·明斯基本人支持大政府和大银行的原因。在中国的制度环境下，政府对于金融市场的控制和干预能力，要远远超过其他国家包括美国。

当然，中国这种体系可能的“阿喀琉斯之踵”在于，一旦银行体系全面对外开放，某种群体恐慌可能导致储户将人民币转成外币并转移出境。这就不是对单个银行的挤兑，而是对整个银行体系的挤兑。而央行作为最后借款人的能力，也将受到人民币贬值的制约。但是，给定目前中国金融体系开放的程度，这种情况在目前并不会出现。

日本的20世纪90年代？

日本自20世纪90年代以来已经历两个“失去的十年”，经济学家们称之为“资产负债表衰退”(balance sheet recession)。其背后的机理在于，对于企业而言，高债务使其专注于偿还债务而缩减开支。对于银行而言，高的坏账率的提高也会抑制贷款的增长。

然而，今天的中国和20世纪90年代的日本大为不同，并不存在产生“资产负债表收缩”的微观基础。2016年早些时候出现的信贷井喷说明，即便负债率已经比较高，国有企业和地方政府还会继续投资。另一方面，商业银行的坏账率上升确实影响到其放贷的积极性，但商业银行的放贷缺口，也可以利用政策性银行如国家开发银行来填补。

更重要的是，债务率掩盖了中日之间的巨大差异。20世纪90年代的日本已经相当富裕，难以找到增长点。中国现有的发展阶段更像20世纪70年代的日本。当然，不是所有的增长潜力都能成真，但下文中会提到，如果中国真的陷入所谓的“中等收入陷阱”，问题也不是债务负担，因为债务只是表象而已。接下来我们先谈中国的坏账问题，再讨论债务问题的根源。

3. 中国的银行坏账率到底有多高？

债务水平高本身不见得是问题，问题是坏账。正因如此，每个投资者都会问同一个问题：中国的银行坏账率到底有多高？官方数字是2%，但大部分投资者都认为真实水平不止如此。唱空者认为中国银行部门的真实坏账率有15%—20%，甚至更高。果真如此吗？

国际货币基金组织(IMF)2016年4月出版的《全球金融稳定报告》调查了中国2871家公司(大部分为上市公司)，得出结论是风险债务(debt□at□risk)的比例在15%左右。IMF定义的“风险债务”是指EBITDA利润(即未计利息、税项、折旧及摊销前的利润)不足以偿付当

年利息的情况。风险债务比例达到15%，就等于中国银行部门坏账率达到了15%吗？非也。

首先，即便某家企业有“风险债务”，也不见得违约一定会发生。企业还是可以使用银行存款、出售资产，或者向他人借贷等方式来偿还利息。当然，如果“风险债务”持续多年，那可能早晚会违约。IMF上述报告也统计了连续两年的风险债务，这一比例从15%降到了9%。

第二，企业贷款只占中国未偿贷款的70%，其余贷款为消费性贷款(主要是住房按揭)和政府贷款，这些都比企业贷款要安全。我们假设消费贷款和政府贷款中风险债务的比率为3%，企业贷款中风险债务的比率为9%，那么总体的风险债务比率就是3%×30%＋9%×70%=7.2%。中国未偿贷款总额大概有100万亿元，也就是说风险债务的规模在7.2万亿元左右。

第三，假设所有7.2万亿元的风险债务都成了不良贷款，那么不良贷款比率就会是7.2%。有人会问，这和官方公布的2%坏账率之间不就不匹配了吗？而且，在2008—2009年的信贷井喷之后7年过去了，中国坏账率怎么可能持续维持在2%以下呢？问题的关键是，中国银行部门一直都在清理不良贷款。据普华永道估算，2015年底，18家上市银行的不良贷款为9480万亿元，坏账率为1.65%。同时，2015年，这18家上市银行核销及转让不良贷款3861亿元。如果没有这么积极的处置不良贷款，中国银行部门的坏账率本来应该是高于2%的。

第四，上文我们假设所有风险债务都成为不良贷款，这是一种很保守的假设。但即使如此其中也可以收回一部分的不良贷款。巴塞尔委员会使用的不良贷款损失率是45%，也就是说不良贷款中有55%是可以挽回的。因此，7.2%的不良贷款产生的实际损失就是3.2万亿元(=7.5×45%)，相当于5000亿美元。假设亏损率更高一点，为70%，那总损失就是7750亿美元。

第五，中国的银行部门完全可以一次性吸收上述损失，因为尚持有8000亿美元的拨备及拨备前利润。而且，中国政府现在的状况也比2000年时好得多。当时，中国有4万亿元的不良贷款，相当于政府年收入的2.5倍。假设现在不良贷款率上升到7.2%，这也仅占政府年收入的47%。

4. 中国债务值不值得担心？

值得。但我们认为，当前关于债务的担忧没有触及问题的根本。债务只是问题的表现，而非问题本身。问题是现存的经济体系，这一体系下通过金融压抑、国企垄断和土地管制等手段，压制了消费从而被动提高了储蓄。体制性造成的高储蓄是中国债务问题的根源所在(图3.5)。

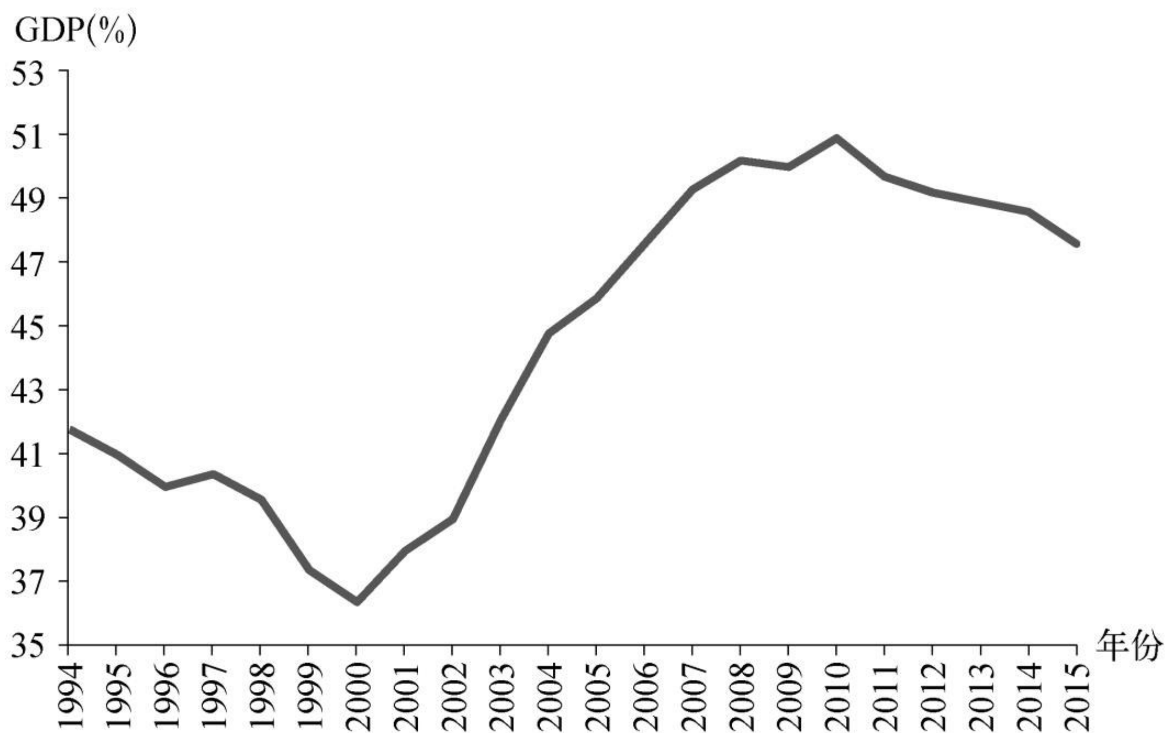


图3.5 中国宏观储蓄率

关于中国的债务积累和迅速上升，一种较为乐观的观点是，因为中国的储蓄率高，而且股本融资比例低，自然会导致债务不断增多。我们认为，这种看法有一定道理，但没有触及债务问题的本质。

新增债务对GDP的比率可以这样表达：

$$\Delta D/Y = \Delta D/I \times I/Y$$

其中ΔD表示新增债务，I表示投资，Y表示GDP。可以把右边第一项，新增债务和投资的比例ΔD/I，看作债务融资在投资中的作用。右边第二项，由于投资大致等于储蓄，I/Y则类似中国的储蓄率。从这个角度看，中国的高债务及其增长反映的不过是对债务融资的依赖和高储蓄率的事实。

5. 中国的储蓄率为什么高？

高储蓄率当然和文化有关，但相比日本、韩国等同样浸润于东亚文化的国家，中国的储蓄率仍然更高。这恐怕和中国经济作为一部机器的工作方式有关。我们认为，这台机器通过三种方式压制了消费，从而强制提高了储蓄。

首先，中国存在着广泛的金融压抑。其中一个表现是，通过低于市场水平的存款利率，实现了财富在储户和国有金融机构之间的转移。接着又通过低于市场水平贷款利率，实现对国有企业和政府投资的补贴。目前存在的“利率双轨制”，正是官方利率低于市场水平的体现。

其次，中国的国有企业仍然拥有巨大优势。在行业准入方面，国有企业在包括能源和电信等上游行业拥有垄断地位。而在金融、教育和医疗等服务性行业，由于存在严格的准入限制，国有资本也占有主

导的地位。香港科技大学的王勇等三位教授研究发现，这样的制度安排导致了财富从私人部门到国有部门的转移。同时在信贷方面，国有企业也拥有巨大优势。本文前面已经提到，中国企业债务的2/3是国有企业债务。

第三，中国仍然存在政府对于土地供应的垄断。与此相关的后果是：一方面受限的土地供应推高了房价，为了买房普通人只有减少消费提高储蓄；另一方面由于土地无法变成资本和财富，农民的财产性收入也受到限制；而且大量农民工由于无法在城市落户，社保也很难转移，他们的消费意愿也受到了抑制。

同时，中国对债务融资的依赖，也是金融压抑的结果。毕竟，包括债券和股票在内的直接融资，要比银行贷款更加市场化，更不易受到政府控制。而即使在债券和股票市场上，也存在严格的发行限制，以利于国有企业和地方政府融资。正是由于市场化程度受压抑，导致了注册制迟迟难以落地，导致中国直接融资发展受限，从而被迫过度依赖于银行贷款。

正是由于上述原因，导致了中国的高储蓄率和对债务融资的依赖，这也是中国的高债务问题的根本原因。为什么这个问题在过去几年越来越严重？原因在于，在全球金融危机之前，中国能够通过出口来部分地化解压力。但近年来由于全球经济的疲软，外需日益下降，只有通过投资一条腿来支撑。而且经济下行使得企业自身造血能力恶化，对债务的依赖日益上升。

投资效率不断下滑

由于中国储蓄占到了GDP的近50%，中国政府必须将这些储蓄配置出去，否则需求不足将导致衰退。由于储蓄是投资和净出口之和，所以一种手段是提高经常项目顺差在经济中的比重。但这种方式在当前日益恶化的外需下很难实现，因此国内投资就成了唯一选择。

全球金融危机后，中国政府通过基础设施和房地产投资来弥补需求缺口。但现有金融体系配置如此巨大资本的难度会越来越大。而随着越来越多资本投入到基建和房地产，投资效率只会不断降低。

在前面新增债务的公式中ΔD/Y＝ΔD/I×I/Y，我们可以进一步将储蓄率(I/Y)写为I/ΔY×ΔY/Y。ΔY/Y相当于中国的名义GDP增长率。而I/ΔY衡量的是增量资本产出比率(Incremental Capital Output Ratio, ICOR)。

近年来，这一比率不断爬升(图3.6)，说明投资效率在恶化。国家统计局的数据表明，2015年中国基础设施投资已经超过10万亿元，增长17%。很难想象在这么大的基数和增速下，投资回报能保持稳定。事实上，中国过去几年债务的增速一直在上升，说明相同的产出需要更多的债务来支持。虽然我们不认为会出现债务危机，但这样的增长方式总有一天会难以为继。换句话说，因为储蓄率I/Y=I/ΔY×ΔY/Y，所以如果储蓄率维持不变，如果增量资本产出比率I/ΔY不断上升，中国的GDP增长率ΔY/Y必然不断下降。

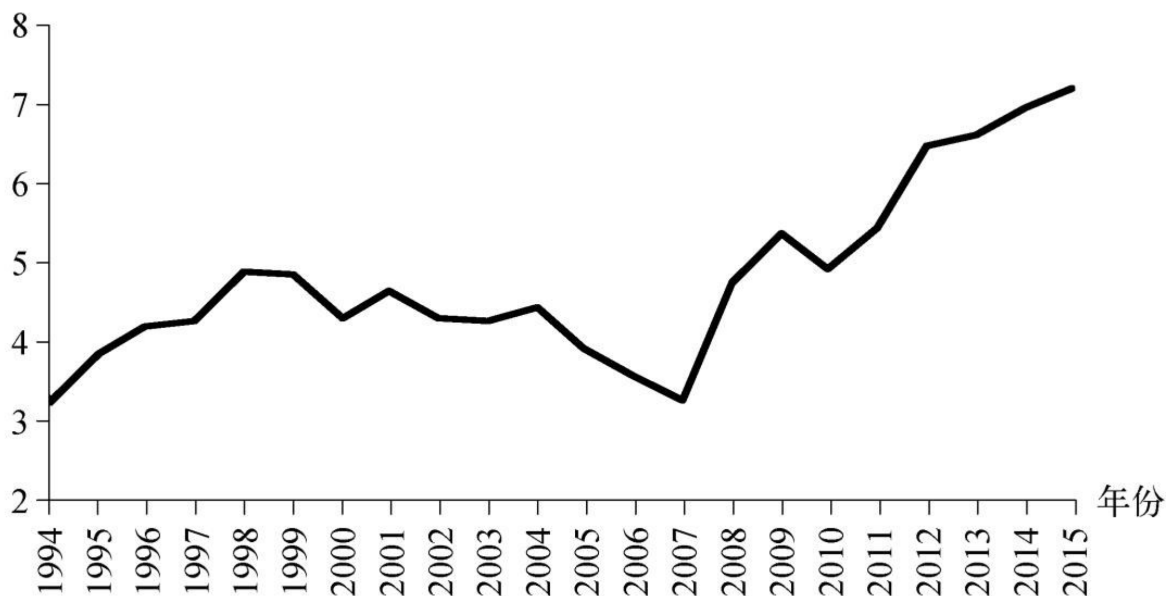


图3.6 增量资本产出比率

在这种环境下，民营企业的发展也受到抑制。对于中国这样一个赶超型的发展中国家，投资本身并不是问题。但是在金融压抑的环境下，国有金融体系主导了资本的配置，这种安排很难说是最有效率的。许多研究都发现，过去几年，在中国资本回报率不断下降的同时，国企在加杠杆，民企在去杠杠，所以最近民企投资几乎已经下滑到零增长，并不是没有原因的。

这种对于民企的挤出效应，将会影响中国长期的增长潜力。我们从来不认同将中国今天的债务问题同日本20世纪90年代简单类比，因为两者所处的发展阶段相差太远。但另一方面，也很难说中国同日本20世纪70年代相似。20世纪70年代的日本，以丰田和索尼为代表，已经出现了一批在全球范围都具有高度技术竞争力和领导地位的企业。但今天在中国，这样的企业仍然很少，但大而不强的国企却很多，不能不说和民企发展受限有关。

最后，这也导致了去杠杆比想象中要困难。原因在于，高储蓄总是需要配置出去，否则经济将由于需求不足而出现衰退。如果一定要通过限制信贷增长来硬去杠杆，在目前的环境下，很有可能是更有活力的民企首先被挤出。另外，中国过去几年的经验也表明，如果要通过控制信贷增速来减缓债务上升的速度，富余的资金将会淤积在金融体系内部，催生一个又一个金融市场泡沫。

这就回到了我们一直以来的看法，去杠杆并非问题的本质，本质在于产生高杠杆的制度基础以及相应的资源配置失效。中国在计划经济时代，号称“既无内债，也无外债”，杠杆率为0。但资源配置严重无效，陷入了“低收入陷阱”。当然，今天中国经济的市场化程度远比当年要高，但高杠杆背后隐藏的资源配置问题，却不可不防。

结论便是，目前高债务—GDP比率及其不断增长是高储蓄和低股本融资的结果，但更深层次而言，这是中国的经济体系人为提高储蓄率，从而不得不将储蓄转化为投资的结果。

6. 中国债务问题何去何从？

我们认为，中国未来的去杠杆之路有两种可能情景：

情景一：

延续现有趋势，债务—GDP比例可能在几年内突破300%。届时，政府可能需要通过债务重组来减少国企需要偿付的利息。比如，政府可能将债务转换为股本。这一过程中并不会产生债务危机。因为储户可能还是会出于认为银行有政府的担保而信任银行，资金还是会持续流入银行体系，所以银行还是可以继续运转。

但若某些银行出现流动性问题，政府可能会发行债券，甚至增发货币，来对银行注资。增发货币当然可能导致通胀率升高或是汇率贬值，若如此，政府将需要增税或出售资产。但通胀和贬值并不是必然的，比如日本央行已经货币化了价值数万亿美元的政府债务，但通胀和贬值压力至今仍不明显。

这肯定不是什么喜人的情景，但也远远不是危机。但问题在于，投资效率将更加恶化。总有一天，政府将不可能通过提高投资来刺激增长。如果是这样，中国将必须接受较低的经济增长率，也就是常说的“中等收入陷阱”。

情景二：

这是一个更加积极的前景。上一次在2000年左右，中国摆脱了债务问题，关键在于找到了新的经济增长点，特别是房地产和出口。如今，中国经济已经成长为一个10万亿美元的经济体，新增长点越来越难找。但有两个领域仍然存在巨大潜力：国企改革和城镇化。这里的用词可能有些误导。我们说的国企改革，主要并不是指国有企业自身

的改革，而是降低市场准入和信贷等一系列壁垒，从而使得民营企业成长起来。这里说的城镇化，指的是通过土地、户籍、社保、财政等一系列改革，从而使人口在大城市集聚，形成城市群，从而释放出新的增长动力。

当然，这二者难度都很大，因为这涉及改革国企和地方政府，而这些正是现有经济体系的主角。正因如此，我们在2013年十八届三中全会之后评论道："财政和金融改革会在三中全会后取得进展，但土地和国企改革会在新一届政府第二任期后才有可能发力。"

为了平稳过渡，国企去杠杆的同时，中国经济中的消费和私营企业部门需要提高杠杆率。对于政府债务，中央政府应该相对地方政府承担起更大责任，将部分地方政府债务转移到中央政府资产负债表上。同时，中国需要改造金融体系，提高资产配置效率，特别是要提高股本融资的比率，降低债务融资比例。

结论就是，如果去杠杆只是简单降低债务的数量，本质只是扬汤止沸。而且由于高储蓄和高债权融资的存在，杠杆很快又会卷土重来。而要从本质上去杠杆，只有通过艰难的结构改革，包括金融改革、国企改革和土地改革，从而改变产生高储蓄和高债权融资的制度基础，释放出源自民营部门和城镇化的巨大增长动力。从这个意义上，中国的债务问题虽然体现了中国经济的深层问题，但也预示了解决这些问题的改革抓手。

---

1. 翻译自麦格理证券的研究报告"China's Debt: Myths and Realities"，发表于2016年6月8日。感谢彭帅钧在数据和图表方面的支持，以及常平经济研究所的翻译工作。

第二篇
高杠杆的危害及其风险

第4章
警惕中国公司债务危机

陆婷 余永定

2008年，为抵消国际金融危机对中国经济的严重冲击，中国政府推出4万亿元人民币的刺激措施，与此相配合，央行执行了大力度的扩张性货币政策。伴随信贷的急剧扩张，中国非金融企业部门债务快速累积。根据美国标准普尔公司、国际货币基金组织和中国社会科学院的不同估计，在2014年末，中国非金融企业部门债务对GDP比例分别为165％、140％和145％。尽管中国的总债务对GDP比例在200％—250％之间，在全球处于中高水平，但中国非金融企业部门债务对GDP比例(即企业的杠杆率)在全球则处于最高水平国家之列。

企业债务对GDP比例越高，还本、付息负担越重，公司就越难获得新的外部融资，越难维持正常的经营。一旦宏观经济形势恶化，企业就可能违约、破产，并导致金融和经济危机。国际货币基金组织的研究就发现，亚洲新兴经济体70％的信贷繁荣最后都以危机告终，且私人部门债务对GDP比例高速增长是金融危机的一个显著预警指标。不仅如此，随着债务负担的加重，企业也有动机调整自身资本结构，主动去杠杆令有效需求下降，从而导致经济衰退。

20世纪90年代后期，由于不良债权形势恶化，考虑到隐性债务的政府债对GDP比例迅速上升，中国经济学界曾爆发一场中国是否应该执行扩张性财政政策的争论。一些经济学家认为，如果采取扩张性财政政策，中国政府债对GDP比例会急剧上升，甚至最终导致财政危机。然而，后来的事实是：扩张性财政政策(辅之以扩张性货币政策)推动了

经济增长；由于经济增长速度高于政府债务增长速度，扩张性财政政策不但没有导致政府财政状况的恶化，反而导致政府债对GDP比例的下降，为中国后来10年经济的高速增长打下了坚实的基础。

历史经验告诉我们，在经济增长速度明显下滑的形势下，关键问题不在于当前的债务对GDP比例，而在于中国企业债务对GDP比例的未来变化趋势。我们的问题是：假设在2014年年底，中国企业对GDP比例为120％(这是相当保守的估计)，在当前各种主要经济变量的变化趋势不变的条件下，在5年内中国企业债对GDP比例将达到什么水平？

为回答这一问题，我们首先需要了解影响企业债务对GDP比例的主要经济变量目前处于何种变化趋势之中。从宏观角度来看，影响企业债务对GDP比例的要素主要包括：资本产出比、企业息税前利润率、股权融资规模占GDP比、经济增长率，以及企业债务利息率。

先看资本产出比。资本产出比指的是资本存量对GDP的比例，尽管并不完全精确，但它在一定程度上体现了资本的产出效率。过去60多年的时间里，中国的资本产出比整体呈上升趋势，尤其是2008年后，上升速度明显加快，五年时间内增加了近25％。这种上升是对2008年后中国全要素生产率增速大幅下降的一种弥补。[注]也就是说，在生产效率恶化的情况下，为维持经济增长速度，中国改变了投资结构，加大物质资本投入，大量资本在基础设施累积，机器设备投资则受到显著削减，推高了资本产出比。根据这一趋势，我们预计未来一段时间内资本产出比仍将保持上升趋势，尽管增速会较过去5年有所放缓。

其次是企业息税前利润率。通过考察沪深两市上市企业的财务状况，我们发现，自1994年起，中国企业部门的息税前利润率始终呈震荡下行的态势，目前已基本回落到20世纪90年代初期的水平，体现了企业部门盈利能力的下降。考虑到未来一段时期内尚不明朗的全球经

济和外部需求状况，我们预计企业部门息税前利润率可能还会延续其震荡下行的惯性。

再看股权融资对GDP之比。根据中国人民银行社会融资规模相关数据，中国2002—2015年股权融资对GDP之比始终保持在较低水平，最高不超过1.6%。股权融资比例的提高对于降低企业部门负债率有着显而易见的助益；但在实际情况中，这一比例的提升将受到金融市场结构、市场情况以及宏观政策的影响和制约，不太可能在短期内实现量级上的大幅度增长。因此我们预计未来一段时期内股权融资对GDP之比仍在过往均值水平附近波动。

最后，结合不同经济增长率和企业债务利息率假设，我们在综合考虑上述因素变化趋势的基础上分析未来中国企业债对GDP比例的变化。研究结果显示：如果中国企业的投资效率(用资本产出率衡量)和利润率继续下降，企业直接融资占融资比例、银行利息率和通货膨胀率依然保持目前的水平，在中国经济维持7%左右增长目标的情况下，中国企业债务对GDP比例在2020年将超过200%，届时企业收入的40%以上都要用来支付利息。不仅如此，如果上述变量的变动趋势不发生变化，中国企业债务对GDP比例还会继续上升，在2025年前就会超过250%。显然，如此之高的杠杆率是任何公司所不能承受的。换言之，如果中国公司债的上升趋势不能尽快得到扭转，在不久的将来，企业就会大量违约，银行不良债务就会飙升，中国就会陷入一场严重的公司债务危机。

杠杆率是债务对GDP之比。如果债务的增长能够换来GDP的更快增长，我们就不必过于担心债务的增长；否则，杠杆率就可能不降反升。1997年日本“财政重建”的失败就提供了这样的教训。而1998年中国的财政扩张则提供了反例：财政支出的增长刺激了经济增长，杠杆率不但没有提高，反而降低。同样的道理也应该适用于企业杠杆率的分析。但是，我们的模拟却显示：其他条件给定，较高的经济增长

率却伴随企业债务对GDP比例以更快的速度上升。这一结果同我们的经验与直觉似乎相左。为什么？答案在于，在我们的模型中，经济增长是投资驱动型的。也就是说，GDP的增长是由企业部门投资增长决定的。由于投资效率下降，每增长1％的GDP，就需要比过去更多的投资；而企业利润率的下降则意味着企业自留资金(earnings retention)减少，每增长一个单位的投资，就需要向外部借更多的钱。这样经济增长速度设定得越高，债务余额与GDP的比不但不会下降，反而会上升。这表明，在资本产出比和企业息税前利润率条件都在不断恶化的情况下，通过刺激政策以投资驱动的方式追求经济高速增长，将给企业部门的债务问题造成更大压力。

需要强调的是：我们的模型是长期经济增长模型。模型假定需求等于供给，因而不存在有效需求不足问题。但在现实中，有效需求不足是经常发生的现象。在有效需求不足情况下，企业产出的增加并不一定以资本存量的增加为前提。事实上，我们的模型并不排除在特定情况下经济增长速度上升导致杠杆率下降的可能性。

总之，为了避免企业债务危机的发生，中国必须提高资本使用效率和企业利润率，降低利息率，提高直接融资比例，并适当降低经济增长目标(以便降低企业的融资需求)。这个过程中也需要注意适当提高通货膨胀率，以便降低企业的实际债务负担。为了实现上述目标，中国必须加快经济体制改革和增长方式的转变，完善公司治理结构，发展直接融资，降低融资成本，克服通货收缩。具体来说，可以考虑从以下几个方面着手：

一是提高资本使用效率。资本产出比是决定中国企业债务对GDP比例走势的关键因素之一，两者存在显著的正相关性。提高资本使用效率，从而降低资本产出比，不仅有助于降低企业债务对GDP比例，长期来看也有助于改善中国经济增长质量。目前中国资本投资结构不均衡程度严重，资本积累明显集中在房地产行业和基础设施上，不利于效

率的改善。当期资本使用效率取决于前期投资结构；为了提高未来资本使用效率就必须调整当期投资结构；若想调整投资结构以提高未来资本使用效率，就有必要进一步深化投资体制改革，减少资本流动障碍，让各类资本充分在行业间流动的同时，催生良性竞争环境。

二是拓宽股权融资渠道，提升金融资源配置效率。发展权益类企业资本金补充机制；在改革资本市场制度、提升市场透明度的同时，加快完善全国中小企业股份转让系统；推进多层次资本市场体系的建设，增强其投融资功能。这样一方面能够促使企业在自身盈利能力下降时，更多地依靠股权融资渠道补充资本金，逐步将债务融资转换为权益融资，达到消化债务、修复资产负债表的效果；另一方面也能够提升金融资源的配置效率，降低企业融资成本。

三是加快国有企业改革进程，完善国企治理结构，提高企业的盈利能力。强化市场竞争压力，打破国有企业预算软约束，在企业内部建立起产权清晰、权责明确的现代企业制度。同时加快发展混合所有制经济，引导国有资本有序退出竞争性领域，鼓励和支持民营企业真正参与竞争性领域国有企业的改制改组。企业盈利能力的提高将减少企业对债务融资的需求。

四是适度降低经济增长速度指标，减缓企业债务增长速度。

五是消除过剩产能，避免通货紧缩。有效需求不足是造成通货紧缩的原因之一。通过改革关闭僵尸企业，通过扩张性财政货币政策增加有效需求，都能达到消除过剩产能的目的。而过剩产能的消除，将稳定或提升生产价格，从而减轻企业的实际债务负担。

综上，近年中国非金融企业债务规模不断扩张而经济增速逐步放缓，导致企业债务对GDP比例节节攀升，所蕴含的风险及可持续性问题已成为影响中国经济增长前景的一个重要不确定因素。企业债对GDP比例将继续保持快速上升趋势，将大幅增加金融体系的脆弱性，在拖累

经济增长的同时，使得举债促增长模式的可持续性岌岌可危，加大爆发债务危机的概率。为了防止债务危机的发生，中国必须及早采取措施抑制企业债务的快速上升，降低企业杠杆率。

---

1. 白重恩：《中国投资效率下降主因在投资结构扭曲》，《东方早报》2015年1月13日第4版。

第5章
信贷外部性与过度借贷

王鹏飞

本文从理论角度探讨一下高杠杆这个概念；回答这样一个问题，即怎么判断企业杠杆率是否过高？

我们知道福利经济学第一定律说的是市场配置资源很有效率的机制。信贷只是普通的经济行为，那么按照福利经济学第一定律，所谓企业杠杆过高就是一个伪命题。然而业界、学界、政策界对信贷快速增长都非常担忧，这种担忧的根据是什么？每个国家多多少少有一些对杠杆限制的政策，这些政策的理论依据又是什么？

答案就是：信贷行为在特定的环境下具有外部性。这是最近文献发现的一种新的外部性，跟原来理解的外部性不大一样，我们把它叫作“名义(pecuniary)外部性”。个体的借贷行为通常没有考虑到对金融市场整体的负外部性，这个外部性主要体现在以下几个方面：第一种是资产市场的“投降式抛售”(fire sales)；另外一种表现是资产泡沫；还有一种就是信贷市场的多种均衡可能引起的蝴蝶效应。最新的文献研究说明这是一种非常有害的外部性，可能导致系统风险。

外部性有两种。为了便于区分，文献把第一种叫实际外部性，该外部性直接对第三方的资源效用产生影响，比如空气污染。工厂排污直接对第三方健康产生影响，但是工厂没有承担相应的社会成本。第二种外部性就是笔者前面所讲的名义外部性。它是通过价格间接对第

三方产生影响。正常时候不需担忧这种名义外部性，因为名义外部性经常相互抵消。

举个例子，上海有人喜欢吃大闸蟹，如果内地对大闸蟹需求增加，大闸蟹价格就会上升。这对上海的消费者来说其实是一种负的名义外部性。但是不是要以这个理论来限制大闸蟹卖到内地呢？答案是否定的，因为这违反经济学原理。因为这个事件同时还产生一个正的名义外部性：大闸蟹生产厂商利润会上升。这两者在一个完备的市场会抵消，因为在边际上大家的效应是一样的。但是在一个信贷约束的市场，这种外部性不能抵消，这就提供了政策干预的空间。如果可以恰当地制定比较好的政策消除这种外部性，资源配置效率就可以提高。这种名义外部性跟我们经常讨论的实际外部性一样，总体有正的，也有负的，不一定导致高杠杆。我们知道斯蒂格利茨有一篇非常著名的关于信贷市场信息不对称的论文：信息不对称会导致信贷配给，换一句话说就是很容易导致杠杆率过低。什么情况可能会导致过高的杠杆率呢？那一定存在某种负的外部性。比如说污染，是负的外部性，会导致过多的废气排放。

第一种名义负外部性就是过高的杠杆会导致资产的“投降式抛售”。这种外部性在股灾时候表现得淋漓尽致。去杠杆导致股票跌掉20万亿，远远超过减少的配资数量。这种名义外部性着眼于借贷的需求方，比如某个公司如果借很多钱，虽然从其个体的角度来说是一个优化的行为，但是它没有考虑到对这个行业的影响。我们知道资产具有很大的行业专属性。钢铁行业的资产如果卖给种白菜的，对种白菜没什么用处。如果行业内部各个企业的杠杆率很高，而其中某些企业破产的话，就比较危险。因为其行业内部的企业负债都很高，没有多余的资金来收购破产企业的优质资产。那么这些优质的资产就可能错配到其他行业。最极端的例子就是钢材以白菜价格卖给种白菜的，种白菜的也没拿到收益，这种名义的外部性就表现出其真实的危害。反过来，如果行业内部其他企业的负债率不高，其他钢材企业就有资金

进行收购，破产企业的资产专属性还可以体现它的社会价值。即使资产以白菜价格卖出，对破产企业的债权人产生一种负的名义外部性，但是对收购企业的股东却是一种正的外部性。两者可以抵消，名义的外部性就不会造成实际的资源配置效率损失。但是如果破产企业的资产以白菜价格卖给种白菜的，破产企业资产的行业专属性的社会价值得不到体现，对破产企业债权人产生负的外部性，但是对收购人没有正的外部性，所以不能抵消。杠杆率越高，这种概率越高，这就是为什么很多学者强调对过度借贷要加以某种限制。

另外一种名义外部性是资产泡沫。对此，笔者和波士顿大学的苗建军教授做过一系列的研究。这种外部性着眼于借贷供给方。我们借贷有两方，前面从借款方的角度，这里是从存钱者的角度考虑。储蓄也可能存在过剩。在一个金融不发达的市场里面，个体的储蓄率就可能过高。比如我们整体的储蓄率高达50％。在一个金融市场不发达的市场里，个体对风险没有很大的防御手段，只能靠自我储蓄来应对风险。比如说个人的风险可能来自疾病或者意外，实体经济中的风险可能来自借贷的意外收紧。泡沫资产由于可以快速变现，从而成为个人储蓄的手段。但是个人投资泡沫资产不会考虑对社会整体的影响。比如我们的研究发现，泡沫资产可以导致资源错配，特别是人力资本错配。特别聪明的人都去做泡沫资产的相关资本运作，而不去做实体经济和研发。还有一种可能的外部性就是泡沫破裂的时候，会引起流动性错配和债务挤兑，甚至银行破产，这也是很大的外部性。这些社会成本都是投资者没有考虑的。这是从另外一个角度来看，为什么会出现过度的个体借贷行为。

还有一种名义外部性是信贷市场的多重均衡可能导致的蝴蝶效应。最近媒体也有很多讨论蝴蝶效应。蝴蝶效应是指在复杂的动力系统中，初始条件一个微小的变化，可以导致一系列连锁反应，从而引起巨大的变化。在信贷市场中蝴蝶效应来自信贷跨期的外部性。它的切入点是借钱的人的还款意愿。笔者读书的时候有一些不发达国家的

同学毕业时用信用卡借一大堆钱然后跑掉了。为什么呢？他们在读书期间每个月是按时还款的，而最后为什么赖账呢？这个原因就是个人还款意愿取决于他未来参与金融市场的期望收益。如果个人期望未来参与金融市场能够获得很大收益，金融市场在他需要的时候能够提供很多的流动性，他现在的还款意愿就高，这样的信念可以支持比较高的杠杆率；同样反过来，如果觉得未来无法从金融市场融资，那么未来参与金融市场的收益就少，赖账的机会成本就低，跑路的机会就大，贷款方预期他赖账的可能性，均衡的信贷就低。但是高的杠杆率，通常不稳定，有点风吹草动就想跑路。想跑路的人越多，大家信心越低，信贷收紧，赖账的机会成本就更低，会进一步激发更多潜在的赖账，所以很容易形成蝴蝶效应，最后就可能导致金融市场系统的瘫痪。

在中国的特定环境下，我们还存在一大类企业并不以利润最大化为目标。比如国有企业和个别的私有企业在土地、资金等要素上都受到各种隐形补贴。这种隐形补贴，是另外一种形式的信贷外部性。受这种补贴带来的高杠杆，会带来要素分配的错配。很多研究，比如芝加哥大学的谢长泰教授发现，中国的要素错配带来很大的资源浪费。如果能够消除掉这些资源错配，在给定投入的情况下，中国的总产出能增加几乎一倍。在各种资源错配中，又以资本的错配最为严重。这种对国有企业的隐形补贴，会加大私有企业的资金成本，那么就有可能导致全社会整体杠杆率过高的同时又导致私有部门的杠杆率过低。

中国的杠杆率是不是过高？我们从理论论证了这种可能性。数据上看，我们总体杠杆率是比较高的，而且2009年后上升很快，现在整体的杠杆率跟美国差不多。当然，笔者觉得需要更多的定量分析，需要提供各个行业的比较，需要更多的模型来作指导。但是我们也不能恐慌。首先，高杠杆率也不一定导致经济危机。据已发表文章的估算，发生经济危机的概率有的说是25%，也有的说是1/3。这些理论上的讨论也对我们如何去杠杆有一些启发。高杠杆的真正危害性不在于

它到底有多高，而在于它有没有外部性。外部性就像一个炸弹一样。如果有一个炸弹的话是一定要拿掉的。但是怎么拿掉，我们绝对不能自己贸然地把它引爆。去杠杆不能搞一刀切，对高杠杆会导致的资产“投降式抛售”这种外部性，在去杠杆的时候要提供流动性。比如在金融危机的时候，美联储给摩根大通收购贝尔斯登优质资产提供贷款。这些具有行业专用性的资产，并没有流失到其他行业，还可以发挥它的社会价值。尽管贝尔斯登的股东受到损害，但是摩根大通股东其实是有收益的，这两个外部性抵消掉，这是一个比较好的去杠杆方式。

中国高杠杆有个很大的原因是高储蓄率。高储蓄率的原因跟配套的社会保障体系建设不完备有关系，同时也跟政府各种鼓励投资的扭曲有关。如果要去杠杆，但还按投资拉动这种旧的方式进行是去不了杠杆的，要转型到一种消费拉动型的经济才能去杠杆。另外去杠杆要区分流量和增量。已有的信贷比例反映过去公众的预期和过去的政策。比如一个高速发展的企业，高的债务率反映借贷双方对未来高收入的预期。如果突然一刀切地收缩资产信贷比例，那么现有的债务就不能续期。这样就会引爆杠杆外部性。因此需要避免引发去杠杆却导致更高的杠杆，不能杠杆越去越高。因为债务是名义债务，是死的，资产端却是因价格的变动而波动。如果债务的下降赶不上资产价格的下降，就会导致杠杆越去越高。当然具体的操作需要更多的学术研究。

第6章
越降越高的杠杆

徐建国

2015年夏以来的股灾，让国人切身体会了高杠杆的危险。股市跌得梦碎，回头再看实体经济，杠杆率竟也高得吓人。大约算一下，中国居民、企业、政府的总债务已经达到GDP的2.5倍左右。这是什么概念？平均利率6％的话，每年的利息就要高达GDP的15％，超出GDP名义增速的一倍。GDP的增量不够还利息的，压力之大不言而喻，还本就更不用说了。而不还本，是没法去杠杆的。

总量的问题是一方面，结构的问题也不容乐观。倘若借债的企业经营和利润良好，问题就不大。但是倘若低效的国企借了很多的债，就只能借新还旧，拆东墙补西墙了。还有一个问题，就是地方政府的债务。前几年地方政府借债投资基础设施，而基础设施的直接回报率低，依赖于间接产生的税收。在经济下行、税收增速下降的背景下，偿债压力也很大。潜在的债务风险，是中国经济的一枚不定时的炸弹。

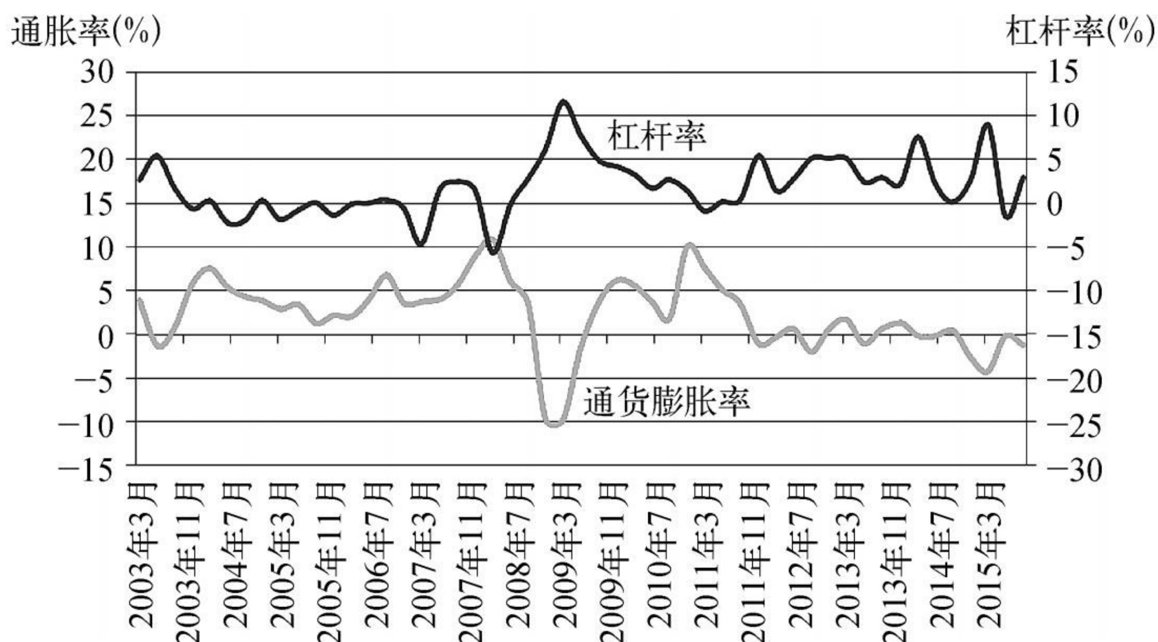
正因为如此，去杠杆成了眼下最热门的财经话题。怎么去呢？

杠杆率的上升，是因为金融危机以来货币印得太凶，地方政府和企业，特别是国有企业大规模借贷。既然如此，去杠杆是否应该收紧银根，少印货币？这简单的反向思维，看起来顺理成章，效果却未必好。

事实上，收紧银根不仅效果不佳，还可能适得其反。银根收紧的意思，无非就是利率上行，经济增速下行。利率上行的意思，是债务的利息负担更重了。增速下行的意思，是企业收入和利润、政府的税收、居民的收入都会减少。债务负担重了，还债的收入却少了，很多借贷者只能借新还旧，结果是杠杆率上升，而不是下降。

掰着指头这么一算，在高杠杆的前提下收紧银根会抬杠杆，而不是去杠杆。也就是说，货币政策的效果是不对称的：多印货币升杠杆，少印货币却不会去杠杆。为什么会这样？其中的关键，是初始条件不同。杠杆加上去之后，就会产生还本付息的压力，收紧银根将进一步抬升杠杆。

上面的推测和中国经济运行数据高度吻合。图6.1展示了2003年以来我国的通胀率和杠杆率的关系。这里的通胀率，是居民消费价格指数(CPI)和生产价格指数(PPI)的简单平均，用来表述货币政策的松紧——通货膨胀率高表示货币政策比较松。货币的松紧要相对于实体经济的货币需求，通货膨胀是一个综合的指标。这里的杠杆率，是广义的社会融资总量和GDP的比率，广义的社会融资总量包括本外币贷款、信托贷款、委托贷款、企业债券、未贴现银行承兑票据、财政负债余额，不包括股票融资。图中深色线表示这一杠杆率的变化。



注：杠杆率＝总债务/GDP增量。

图6.1 我国杠杆率和通胀率的关系

图6.1显示，我国的杠杆率上升，主要是金融危机以来的事情。2008年以前，尽管社会融资总量增长很快，但是GDP的增速也很快，考虑了通胀之后的名义GDP增速就更快，这样总体杠杆率不仅没有上升，反而有所下降。

直觉上，2008年以前货币印得也不少，但为什么杠杆率没有上升呢？这里面有两个原因：一是收入的快速增长使得债务的增长没那么恐怖，杠杆率在经济下滑时才特别危险；二是通货膨胀可以吃掉以前的债务，这一点因为存量债务是用名义价格计算而特别重要。

从2008年下半年开始，经济增速开始下滑，杠杆率快速上升。看水平值的话，大约从125％左右上升到250％左右，上升了将近一倍。

图6.1中更重要的信息，是杠杆率的变化和通胀率的变化是高度相关的。当通胀比较低的时候，杠杆率增速很高，比如2008年下半年、

2009年上半年以及2014年以来。而当通胀率上升的时候，杠杆率往往是下降的，比如2010年年底、2015年二季度。

仔细看图6.1的话，通胀率的变化微微领先于杠杆率的变化——虽然这不能证明通胀和杠杆之间的因果关系，但是可能的故事是，货币放松之后GDP增速特别是名义增速超过负债的增速。考虑到存量负债部分被通胀吃掉，这里并不需要GDP实际增速快于负债增速。

这里的杠杆率以名义GDP为分母，是经济的总体负债指标，没有考虑结构性问题。倘若考虑结构性问题，则需要进一步考虑国民收入的分配。一般而言，由于工资、成本相对稳定，放松银根后企业利润和税收的增速高于居民收入的增速，这样放松银根对于降低杠杆的效果会更好。过去七八年的一个情况，是工资和人力相关成本上涨较快，原材料成本下降较快，一里一外，成本在销售中的占比应该比较稳定。

综上所述，我国目前的高杠杆，主要是2008年金融危机以后，以前的增长模式中断，杠杆率在2008—2009年有一次大幅的上升。而2011年以来的紧缩政策，不仅没有降低杠杆，反而增加了杠杆。实际上，杠杆率从2011年的170％左右上升到目前的250％左右。换句话说，今天的高杠杆，2008—2009年的加杠杆只占小头，大头是后来的降杠杆政策导致的。

上述是对经济逻辑的描述，不包含任何政策评价的因素。政策评价不是完全客观的问题，涉及评价标准的确定、长短期的取舍等等。

可以进一步讨论的是，给定降杠杆的目标，有什么政策组合可以选择，效果如何。看起来，货币政策会比较无力。松货币不符合结构调整的目标，紧货币反而会抬高杠杆，进退为难。这里的关键是，货币政策作为一个工具，不能同时完成调结构和降杠杆两个目标。而且，至少在短期内，这两个目标还是矛盾的。

幸运的是，财政政策的空间依然存在。金融危机以来，中央政府的负债不升反降，从GDP的30％下降到20％左右。尽管地方债从GDP的18％上升到28％，总体债务水平并不高，不到GDP的一半。在调整经济结构、转变经济增长方式得到高度重视的情况下，可以看到的一条路径，是适度增加政府负债，增加短期总需求，保持一定的经济增速。不过，在此过程中，杠杆率并不会显著下降，而是会维持稳定，甚至进一步上升。但是，在经济下滑、结构转型的情况下，用政府的负债置换企业的负债，有利于短期的调整，并换取调整的时间。

另一个可能性，是增加企业的资本金。在居民储蓄率很高的背景下，企业融资并不缺乏资金来源。不过，通过银行和债券市场融资会增加杠杆，并不会降杠杆。剩下的可能性，是通过股市融资，把居民的储蓄转化为企业的股本和资本金，通过增加权益的方式降低杠杆。这里，需要的是推进IPO制度的改革。

不管是增加中央政府财政赤字，还是IPO改革，看起来都有阻力，也没有看到成熟的方案，效果也不会太快。因此，短期的情况，大概率的可能性，还是以时间换空间，高杠杆将与我们同在。

第三篇

去杠杆的历史经验及可能的选择

第7章
去杠杆国际经验的反思

夏乐

说到去杠杆的国际经验，我们还是需要到现有文献里去寻找。但是实际上值得借鉴的国际经验可能并不多，或者说之前理论文献的研究重点可能与我们现在的目的有所偏差。我们已经意识到整体经济的杠杆高企，所以需要寻找一些政策上的药方，来主动性去杠杆，防止金融风险的爆发。而在现有文献中，研究者更多地从回顾视角来观察经济体从加杠杆到去杠杆这一过程，这里的去杠杆未必是政府的主动性行为，很多情况甚至是通过爆发金融危机形式来被动去杠杆。认识到这一点至关重要，我们在文中还要进一步讨论。

本文主要分成四个部分，第一部分介绍其他国家杠杆飙升的原因和结果；第二部分讨论其他国家去杠杆经验对于中国的适用性；第三部分我们转向一些微观层面的去杠杆国际经验，这些可能对我们更为适用；最后一部分总结。

1. “杠杆”升高的原因和结果

杠杆的变化源自信贷的扩张与紧缩，我们所谓的“加杠杆”对应着信贷繁荣阶段(credit boom)，而“去杠杆”则是信贷繁荣过后的信贷增长减速甚至紧缩。在研究信贷繁荣问题的文献里，值得重视的一篇是Mendoza和Terrones (2012)的An Anatomy of Credit Booms and

Their Demise一文。这篇论文从实证证据出发，讨论很多国家信贷繁荣的起因及其后果。作者观测61个国家在1960—2010年这段期间出现的70个信贷繁荣阶段，他们得出的结论是信贷繁荣的产生通常发生在大规模资本流入、生产率提高或金融改革之后。同时，他们发现相当大比例信贷繁荣阶段是以银行危机、货币危机，或者资本流入突然停止而结束，见表7.1。作者还特别强调，似乎发达经济体和新兴市场经济体在信贷繁荣期的时间长度、信贷增长幅度以及引起金融危机的概率方面差别不大。

表7.1 信贷繁荣期如何结束

	银行危机	货币危机	资本流入突然停止
所有样本国家	44%	54%	24%
发达国家	36%	44%	14%
发展中国家	51%	63%	34%

资料来源：Mendoza和Terrones (2012)

2. “去杠杆”国际经验的适用性

Mendoza和Terrones (2012)的研究似乎给我们带来希望，令我们能够从他国实践中去吸取经验教训，制定合理的去杠杆政策。但是我们需要认真考虑这些国际经验的适用性。因为在现有理论文献里，研究者重视的是那些最终导致金融危机的高杠杆阶段。例如，目前被大量引用的日本、欧洲、美国的去杠杆经验，其实都是在金融危机爆发之后的去杠杆。日本曾经在20世纪90年代经历资产泡沫破裂，欧元区则自2010年开始出现边缘国家主权债务危机，美国的次贷危机更是2008年全球金融海啸的始作俑者。因此，这些发达经济体的去杠杆过程，更多的是被动的；政府采取的很多政策也是补救性的。

发生金融危机之后的去杠杆过程通常如此：最早通常是私营部门出现问题，家庭部门和企业部门出现大规模违约破产，然后连累金融机构破产。具体而言，日本是资本市场和房地产市场的泡沫破裂；美国是家庭部门出现次贷危机；而欧元区边缘国家也是先出现房地产泡沫，再传染到它们的金融部门。在危机的第二个阶段，金融机构开始整顿和收缩，导致它们主动贷款能力、信用创造能力下降，而那些未破产企业和家庭则跟着被迫去杠杆，因为它们从金融体系借钱越来越难。在这种被动去杠杆的背景下，日、美、欧三个经济体的中央银行都采取极度宽松的货币政策。

它们对我们目前面临的问题借鉴价值有多少，还存在很大的不确定性。这三个经济体都是发生严重的金融危机在先，显然和中国面临的情况有区别。其实目前中国和很多亚洲新兴国家面临的情况是类似的：尽管经济放缓，但是银行体系比较稳健，例如印尼、菲律宾、马来西亚等国家的银行体系目前没什么大问题，整体不良贷款比例不超过3%，这对发展中国家来讲是比较健康的。同时，尽管这些国家外汇储备比较充足，公共部门的外债水平不高，流动性也普遍有保障，主权违约概率很低。

与已经发生金融危机的先例比较，我们面临的情况会有什么不同呢？如果已经发生金融危机，可能很多竞争力弱的企业就会被自然淘汰。而我们现在面临的情况是，这些低效率企业仍然存在，这可能导致整个去杠杆的时间要更长。更为重要的是，去杠杆这个过程是否能够由政策制定者主动推进，也存在较大的疑问。在市场经济中，如果一个企业愿意借入，而金融机构又愿意借出的话，这不应该成为问题。尽管在2008—2009年全球金融海啸之后，很多研究讨论认为债务率太高会导致金融危机的发生，但是这些结论本身还是存在一定的争议。其实最值得研究的是那些曾经出现信贷繁荣，但是后来又平稳过渡的例子。很遗憾的是，这个方面的研究还处于初始阶段。

3. “去杠杆”的微观经验

我们上面讨论的去杠杆国际经验大多是从宏观角度出发，试图寻求有助于去杠杆的宏观政策。如我们上面所述，在宏观方面，其他国家经验的适用性具有争议，未必适合目前中国的情况。但是在另外一方面，我们也发现一些从企业资产负债表数据出发，探讨微观层面去杠杆的经验，在我们看来，也许这些经验能够给我们更多的启迪，制定相应的政策。

所谓微观层面企业去杠杆，就是企业自身主动调整自己投资和储蓄行为的过程。Ruscher 和 Wolff (Corporate Balance Sheet Adjustment: Stylized Facts, Causes and Consequences, 2012)就此做了很有意思的研究。他们发现，企业在进行资产负债表调整过程中采取的措施不外乎以下几种：削减投资、降低派发股利、压低工资乃至裁员。一个企业的主要利益相关方就是股东和员工，那么在整个投资和储蓄行为调整过程中，必然要求股东和员工放弃部分原有利益。显然，降低股利派发属于降低股东利益，压低工资和裁员则是触动员工利益。

有趣的是，这篇论文还做了一些国际比较，作者发现德国的企业资产负债表调整更多采取裁员方式，而日本更多采取降低企业利润的方式。而从效果上看，作者认为德国比日本的效果要好。相关的文献还有一些，但是结论也是非常相近的。企业在进行去杠杆过程中，需要在减少投资、降低股利和削减工资之间进行抉择。很多情况下需要三者并行，从而达到去杠杆的目的。最后，从企业的角度来讲，低利息环境有助于它们降低财务成本，促进去杠杆。

这些企业去杠杆经验也许能够为我们提供启发，如果政府在企业去杠杆中能够适当提供协助，可能会让去杠杆的过程更为顺畅。例如，可以适当降低对国有企业发放股利的要求，可以提供更好的失业

保险或其他救助方式帮助企业淘汰冗员，甚至通过税收改革和宽松的货币政策来降低企业的财务成本。

4. 总结

杠杆的变化其实来源于信贷的扩张与紧缩，加杠杆和去杠杆对应着信贷的繁荣和紧缩阶段。历史上很多被动去杠杆的过程伴随着金融危机的爆发。因此所谓的国际经验可能存在误区，因为中国希望解决的问题更多是主动去杠杆。但是我们仍然可以找到一些微观层面去杠杆的经验，即企业通过调整自身的投资和储蓄行为，降低债务负担和财务杠杆。企业在进行资产负债表调整采取的措施包括削减投资、降低派发股利、压低工资乃至裁员。如果政府在企业去杠杆中能够有针对性地提供协助，可能会让去杠杆的过程更为顺畅。

第8章
中国反危机的经验与决策㊟

潘英丽

当前全世界都十分关注中国的系统性金融风险，担心中国会爆发金融危机。本文将分析中国政府反危机的历史经验，并探讨当前政府面临的现实困难及其反危机的政策选项。

1. 中国金融危机的潜在威胁

按学术界的分类，金融危机可以分为货币危机、泡沫经济破灭和银行危机三种类型。货币危机，是指投机者对一国货币失去信心所引发的资本外逃以及该国货币的大幅度贬值(Paul Krugman, 1991)。国际上认定，名义汇率月贬值至少达25％，并且超过上一年汇率变化至少10％，即为发生货币危机。中国资本账户尚未完全开放，而且官方外汇储备接近4万亿美元，因此在可预见的未来，中国爆发货币危机的可能性很低。

泡沫经济的破灭，是指投资者对实际资产或由实际资产支撑的股票失去信心从而引起的资产价格的暴跌。中国股票市场在经历了2006—2007年的短暂牛市后上证A股股指从2007年10月的6430点快速下降到2008年10月的1749点，暴跌了73％。此后经历小幅反弹后再度沉寂，一直徘徊在2000点左右。投资者信心崩溃后始终没有得到恢复，股票市场资金融通和资本配置的功能也近乎瘫痪。因此可以认定2007—

2008年中国股市已经发生危机，并且至今未能从危机的阴影中走出来。就中国的房地产市场而言，中国已走过房地产泡沫快速膨胀的前半程。房地产价格十余年上涨了5—6倍。无论是从房价收入比还是租金利息比这些全球通行的指标来看，都已存在很大泡沫。这是高风险领域，并会对银行体系的稳定构成威胁。

银行危机又称金融恐慌或信用危机，是指企业或金融机构的违约行为导致严重的信用支付困难。除了存款挤兑以外银行危机另有两个指标：银行坏账占银行资产的比例超过10％；中小银行开始倒闭，大银行资产周转困难，银行救助成本大于GDP的2％。以公开信息渠道披露的数据看，2001年末中国四大国有银行不良贷款比例平均为30.94％，加上1999年剥离的13000亿元，四大国有银行的不良资产总额为35772亿元，达到2001年修正后GDP的32.62％(参见潘英丽《中国经济与金融转型研究》，2012)。可见，除了没有出现挤兑外，东南亚金融危机后中国实际上已经陷入银行危机，通货紧缩状态持续了五六年。

当前中国银行体系面临较为严重的系统性风险。首先，房地产价格的快速下跌有可能引发银行体系坏账的集中爆发。尽管房地产开发贷款和居民住宅抵押贷款合计仅占银行信贷20％左右，但包括制造业和政府以房地产作抵押的贷款在内的比重则高得多。银监会对部分银行的调查认为这部分贷款占比为38％，而国际投行研究报告认为占比有60％。因此房地产价格的大幅度下跌仍可能对银行体系造成冲击。其次，制造业产能严重过剩(IMF测算的2011年产能平均利用率为60％)；固定资产投资回报率持续下降至极低的水平；相比较，近年来商业银行贷款利率在7％以上，影子银行提供的贷款利率则高达14％—20％不等。如果上述情况属于普遍状况，那么很多企业已陷入净收入不足以支付贷款利息，不得不借新债还旧债的“庞氏骗局”。

令人迷惑不解的是，既然实际投资回报率已经远远低于贷款利率，投资需求本应萎缩，资金会供过于求并导致利率下降，而不是维持在目前高昂的水平上。对此一个解释是存在国有企业和地方政府投资的挤出效应。国有企业通常可以获得优惠利率贷款；地方政府追求短期政绩，在软预算约束下，对利率很不敏感，即使高达18%，照样敢借钱。另一解释是应被淘汰出局的企业仍然大量占用银行信贷苟延残喘，抬高了整体资金成本。因此，淘汰落后产能、加快产业结构调整和经济转型的过程也是银行不良资产大规模暴露的过程。

以上分析表明，房地产泡沫的破灭与过剩产能带来的企业(包括部分地方政府)资产负债表的恶化是中国爆发银行危机的最大威胁。如何既控制系统金融风险，又有效促进经济转型，已成为本届政府面临的重大挑战。

2. 中国政府化解金融危机的历史经验

1949年之后，中国社会经济发展曾经历过多次危机。改革开放之前的30年中国尚未形成现代意义上的金融体系，政府通过农产品统购统销政策和工农业产品价格剪刀差政策将农村剩余转移到国有工业部门，形成了工业化战略的国家资本积累。

在城市经济发生危机时(1960—1962年、1965—1967年和1974年)政府通过动员城市过剩劳动力上山下乡的方式化解危机，向农村转嫁社会成本(可参阅温铁军所著《八次危机：中国的真实经验(1949—2009)》)。

改革开放初期，随着价格剪刀差政策的退出、国企经营承包责任制改革和地方政府财政包干制度的实行，财政收入占GDP比例和中央政府所占比例都出现了持续下滑，中央财政严重入不敷出。

为此，1985年中央政府引入“拨改贷”政策，通过国有银行发放贷款对国有企业进行隐性补贴。1987—1995年间，公共部门的平均赤字占GDP的比率为11.16%，其中2/3来自银行部门的融资。这类政府补贴性贷款被人们称为“饺子贷款”、“工资贷款”、“安定团结贷款”。政府实际上欲通过银行功能的“财政化”化解中央政府的财政危机(可参阅张杰所著《制度、渐进转轨与中国金融改革》一书)。

1997年东南亚金融危机敲响了中国金融安全的警钟。国际市场预测四大国有银行不良贷款比例高达48%。中国加入WTO的承诺是5年后全面开放人民币银行业务。政府急需为国有银行紧急注资并修复其不平衡的资产负债表。此外，银行惜贷也阻碍了国民经济走出通缩，实现复苏。促进经济增长也需要解决银行资不抵债问题以促进其融资功能的恢复。

为此，中央政府采取了双管齐下的做法。一方面是从银行不良资产的源头着手，推进亏损国有企业的民营化和大型国企的股份制改制和上市融资。1997年证监会15号文件提出“证券工作要为国有企业改革和发展服务”，要为“国有企业补充资本金，收购有发展前景的、亏损的国有企业尽心尽力”。

政府通过发行额度管理限制股票供给量，以此抬高发行市盈率，降低股权融资成本。并通过发行审批制度将低成本股权融资特权配置给特定的国有企业或符合国家产业发展政策的企业。1990—2012年间，不同所有制企业IPO市值的比例关系是：国有企业的IPO市值占整个IPO总市值的比重在2010年前一直保持在70%—80%之间。

另一方面，政府也通过存贷款高利差补贴等多项政策帮助国有商业银行消化不良资产、增加资本金。存贷款一年期基准利率从20世纪90年代上半期的零利差，扩大到1999年的3.6%的利差，此后一直保持着比国际市场高出1.5%—2%。此种高利差的政策补贴与银行发放的信贷规模成正比，并且为没有承担过政策贷款亏损的新兴股份制商业

银行所共享，进而成为21世纪商业银行信贷扩张的强劲驱动力。通过产权转让、重组上市等举措，国有资本得以收缩战线，完成了战略调整和整体盈利。国有银行经过不良资产剥离、存贷款利差补贴、央行再贷款、财政注资、外汇储备注资和引进战略投资者等举措，也完成了资产重组和上市融资的全过程，2006年银行业整体稳健指标已达到国际水平。

实际上1997—2006年间中央政府采取了可称为“围魏救赵”的“股票市场功能财政化”政策(详见潘英丽、胡永泰、杰弗里·萨克斯、钱军辉主编的《十字路口的金融体系：国际经验与中国选择》，2013)。如果将国有企业和国有商业银行的亏损仅仅看作是渐进改革的社会成本在国有部门的沉淀，那么政府通过股市融资帮助国有企业和银行补充资本金，并通过存款负利率补贴国有银行和借款的国有企业，这种举措可以看作是改革的社会成本向中产阶层的社会化分摊。由于改革成本与改革红利的跨时期抵补是任何改革取得成功的前提条件，因此通过商业银行和股票市场功能的财政化实现两者间的抵补仍属合理，并拥有事实上的合法性。

可以说1998—2002年是改革开放以来中国经济金融陷入危机的第一个最困难时期。乔永远、周珞晏和杨程稀运用模型推算的这一时期制造业产能利用率最低时接近50％。中央政府通过加入WTO为投资拉动型经济增长模式找到了产能释放的出口市场；通过国退民进激发了民营经济的活力和发展动力；高速公路等基础设施建设投资则为下一轮经济增长奠定了坚实的基础；住宅商品化与整个房地产产业及市场的启动与发展更为中国经济提供了强大的支撑。另外，政府借助香港国际金融中心和本土股票市场拓宽国有企业和金融机构的股权融资渠道，为商业银行的信贷扩张与国有企业固定资产投资的扩张，从而为下一轮经济增长奠定了坚实的基础。

总结50余年的历史经验可以发现，中央政府通过压低生产要素价格的金融抑制政策补贴企业，以促进固定资产投资和经济增长；并在需要的时候对不同部门或利益集团的资源进行再分配，以实现危机成本的社会化转移或分摊，达到了维持社会、经济和金融稳定的效果。

但是长期来看，此种金融抑制政策有着效率损失和贫富差距扩大等不利影响。某些利益集团获取了垄断利润，某些利益集团受到了持续的伤害。特别是特权利益集团做大后阻碍改革的推进，更使中国金融和经济陷入了严重的结构扭曲，社会矛盾日益加深。

3. 现实困难与现政府可能的政策选项

与21世纪初中央政府的反危机政策相比，本届政府面临的挑战更为严峻。首先，中国经济体量已大，出口市场份额已高，全球经济再平衡给中国的反危机政策带来巨大压力。2000年中国的GDP不到10万亿元，2012年已达52万亿元；中国在全球出口市场的份额已从3％增加到10％。金融危机后，全球经济再平衡压力导致美欧市场收缩和贸易保护主义抬头，中国出口市场进一步扩展的空间已极为有限。其次，经济增长正从平均10％的高速轨道切换到7％左右的次高速轨道。增长速度由高走低及其可能的不稳定性，与当时由低走高的平稳增长态势相比，给化解系统性金融风险带来极大的困难。再次，股票市场多年来的竭泽而渔已导致投资者信心崩溃，短期内较难恢复。最后，15年前房地产业刚刚起步，其经济增长的支柱作用不断增强；当前房地产泡沫极为膨胀，已成为经济金融风险高度集聚的领域。

正如李克强总理指出的那样，防范危机的政策必须同时有利于中国经济金融转型和可持续发展，而“不能把今天的垫脚石变成明天的绊脚石”。因此，防范系统性金融风险的政策选择需要处理好反危机与去杠杆、促转型与稳增长的关系。

为此，笔者提出以下政策选项：

第一，通过银行债权转股权的方式，促进企业重组和产业升级。

当企业面临借新债还旧债的财务困境时，防风险与去杠杆之间存在直接冲突。去杠杆意味着企业面临资金链断裂，允许借新还旧则意味着加杠杆。后者允许银行贷款暂时不坏账，但却积累着更大的违约风险。因此，是否继续提供融资很大程度上取决于企业所处行业以及企业的行业地位。如果属于过剩产业的落后产能必须加快淘汰过程，坚持长痛不如短痛的去杠杆过程有利于促进产业升级和转型。比较好的做法是银行将问题企业的债权转让给同行业领先企业，帮助后者通过债权转股权的方式并购重组问题企业，促进领先企业做大做强，实现产业升级。

第二，坚持金融为实体经济服务原则，加快新兴支柱产业的培育。

从全球范围来看，各国央行在总结大萧条经验基础上普遍采取扩张性的或量化宽松的货币政策应对经济金融危机。其目的是通过通货膨胀增加持币的成本，以促进消费和实业投资。但是现实是低利率或宽松货币供给导致金融机构和财富管理机构将更多货币、信贷甚至实业资本投入金融资产或另类投资领域，期望跑赢通货膨胀。结果是更大的资产泡沫、更少的就业机会、贫富两极分化的日益加重和催生新一轮更严重的金融危机。因此政府的货币、信贷政策要在反危机和挤泡沫两者间取得双重效果，必须坚持金融为实体经济服务，政府需要在创造更多就业岗位和增强长期增长能力的领域，培育新兴产业和新的产业投资机会。

第三，大力发展国债市场和地方政府债券市场，扩大在环境整治、高新技术产业、年轻化产业和公共服务领域的政府购买。

由于有效保护中小投资者产权的法律制度缺失以及现有上市公司大都属于收缩性传统产业，新兴产业发展尚有众多瓶颈有待突破，短期内股票市场还难以发挥金融中介和资本配置的主导作用，以替代功能日益衰减的主体银行体系。因此，可供选择的战略举措是大力发展政府债券市场，通过政府加杠杆来撬动新兴产业发展，为居民储蓄创造稳健的长期投资渠道。政府债券市场的发展意义深远：

首先，可以为反危机提供有效的运作机制。金融危机对实体经济的最大危害在于摧毁市场信用，导致市场机制的瘫痪，使国民经济陷入衰退和混乱。反危机的核心在于运用政府信用重启市场的信心和信用。只有通过扩张性的财政政策才能有效增加总需求，并通过乘数效应帮助国民经济走出危机。

其次，可以为中国经济转型提供突破制度瓶颈的有效杠杆。有助于确立政府的市场信誉，规范政府的投融资行为，增强其透明度，引入市场监督机制；有助于引入地方政府间优胜劣汰的良性竞争机制；有助于推进国退民进的产权制度改革。我们的建议是将民生取向的政府债务融资与市场化倾向的国有企业混合所有制改革进行组合。优点是：可实现经济转型与体制转轨的双重目标；实现效率与平等的优化组合；实现过程的渐进、可控和有序。政府通过债务融资建立起足够的公共产品与服务的供应体系，建立起健全的社会保障和社会稳定体系，然后根据民间资本的承接能力，将资源类自然垄断产业、关系国计民生和国家经济安全的产业之外的国有垄断企业进行分拆和股权转让，构建起以混合所有制为基础的社会主义市场经济体制。

再次，可以为中国央行提供货币政策的公开市场操作平台。随着贸易平衡和人民币国际化战略的推进，央行货币政策需要国债市场提供操作平台，需要国债市场完善收益率曲线，为市场化利率提供基准。

最后，可以为人民币国际化提供基础性的市场条件。人民币作为国际储备货币要求本土具有规模庞大、流动性充分、安全性成长性良好的资本市场体系，以满足各国央行和全球资产组合投资者对储备资产和流动性的需求。而在岸型国际资本市场的核心就是高信用等级的国债和准国债市场。

发展国债市场的核心是中国中央政府需要实现观念的现代化。放弃传统的量入为出、年度平衡的财政理念，确立长期动态平衡的现代理念，不再将国债市场仅仅看作是传统的国家财政预算管理工具，而是将国债市场发展看成是培育现代金融市场体系、建设金融强国的重大战略。中央政府可将发行国债获取的资金以政府采购的方式重点投入环境整治、重大科技创新项目、使用清洁能源的基础设施建设、有助于提高现有和未来劳动者生产能力的年轻化产业。后者包括降低劳动强度、提高劳动技能的技术创新；与新兴产业发展相适应的技术教育和培训；采取优惠政策和补贴制度鼓励人力资本积累；更多更好地促进健康产业、文化创意产业和其他消费服务业的发展。

地方政府债券市场的发展可以走“出口转内销”的道路。笔者建议试点地方政府债券率先在香港以人民币计价发行和交易的综合改革。通过允许符合条件的地方政府赴香港发行和上市交易人民币计价的市政债券，中央政府既可有序地解决新型城镇化过程中的公共产品与服务供给的融资问题，又可以对地方政府投融资行为引入香港法律和国际资本市场的双重约束；并在推进户籍制度改革的背景下，引入用脚投票的市场选择与国家统一规划间的互动机制，实现以就业为导向的人口集聚和城市乡镇的合理布局与协调发展；并在试点和推广财政民主化改革后，促进地方政府债券回归上海证券交易所挂牌交易，以发挥香港的制度牵引作用，推进两地与人民币国际化的客观要求相适应的国际金融中心建设。

此外，中央政府应调整与地方政府的财税关系，推进干部考核制度的变革，以此提高地方经济和金融可持续发展的能力和动力。

第四，探索建立相对独立的金融立法和司法制度。

金融服务的提供或者金融产品的交易，本质上是各种借贷和委托代理合约的签署和执行。中国系统性风险积累和向中央政府转嫁，根本原因在于中国未能建立起坚实的市场信用基础。这也是中国一手交钱、一手交货的制造业和商品市场发展迅速，而以信用和信任为基础的服务业和金融市场极为落后的根本原因。市场信用基础缺失，很大程度上是未能建立独立的有效保护私有产权的法律制度。权力凌驾于法律之上是中国现代市场经济发展的重大障碍。中国司法制度改革的方向是去地方化和去行政化。目前国内司法改革的主流思路为防止地方保护主义而强调垂直管理，强化司法的中央属性，弱化地方属性。这种改革思路面临的一个风险是在去地方化的同时可能导致更为集权、更为强势的行政化。

目前上海自贸区建设在金融改革和开放领域难有突破，很大程度在于金融改革开放不像制造业有物理空间范围，可行的金融改革开放举措无须在特定地域先试，这样做反而会延迟改革进程；不成熟的金融改革开放举措也不能在特定空间区域推进。笔者以为，自贸区真正可以试点的是相对独立的金融法律制度的改革。笔者建议有三点：首先，全国人大设立金融改革与开放专题的法律改革小组，与上海市人大立法委合作，就相关金融法律的修改要求和立法制度改革的客观要求进行探索，及时修改《公司法》《商业银行法》《证券法》《物权法》《担保法》《破产法》等与金融改革、开放客观发展趋势不再适应的陈旧条款。其次，建议全国人大通过对《立法法》的修改，给去地方化与去行政化后的中级法院第一线审理争议案件的法官以法律规则创制的空间，发挥他们在法律制度创新方面的积极性；通过将普通法系更为成功的国际经验引入成文法体系，增强其与时俱进的适应能

力。最后，在自贸区内成立去地方化和去行政化的全国金融专业法院，其受理金融案件的地域范围可先限定在上海地区和全国涉外金融领域，取得成功经验后再逐步扩大到长三角地区和全国范围。

---

1. 本文2014年7月9日曾发表于《金融时报》中文网。

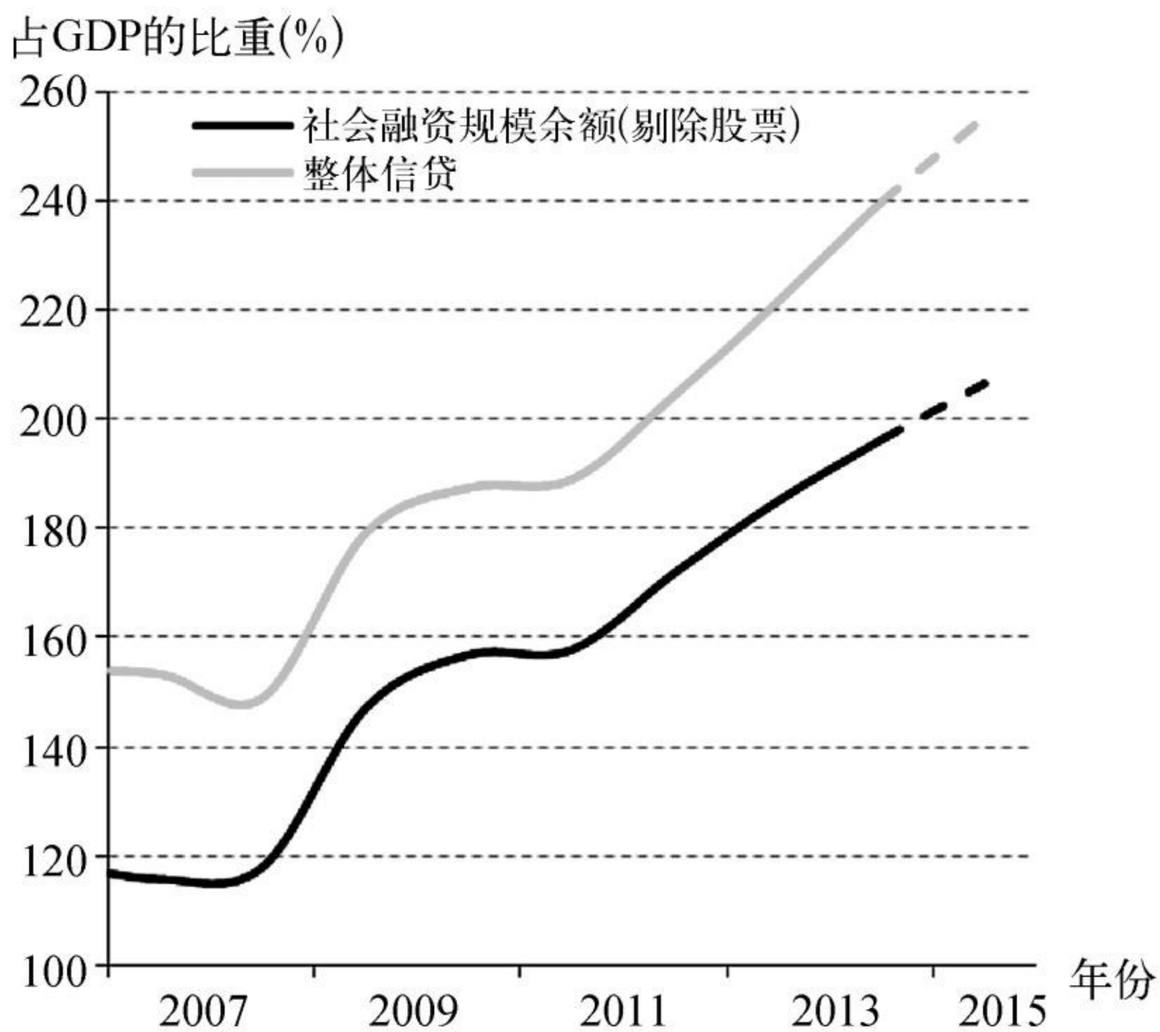
第四篇
化解高杠杆、避免债务
—通缩的对策

第9章
当前降低宏观杠杆的政策选择

汪涛

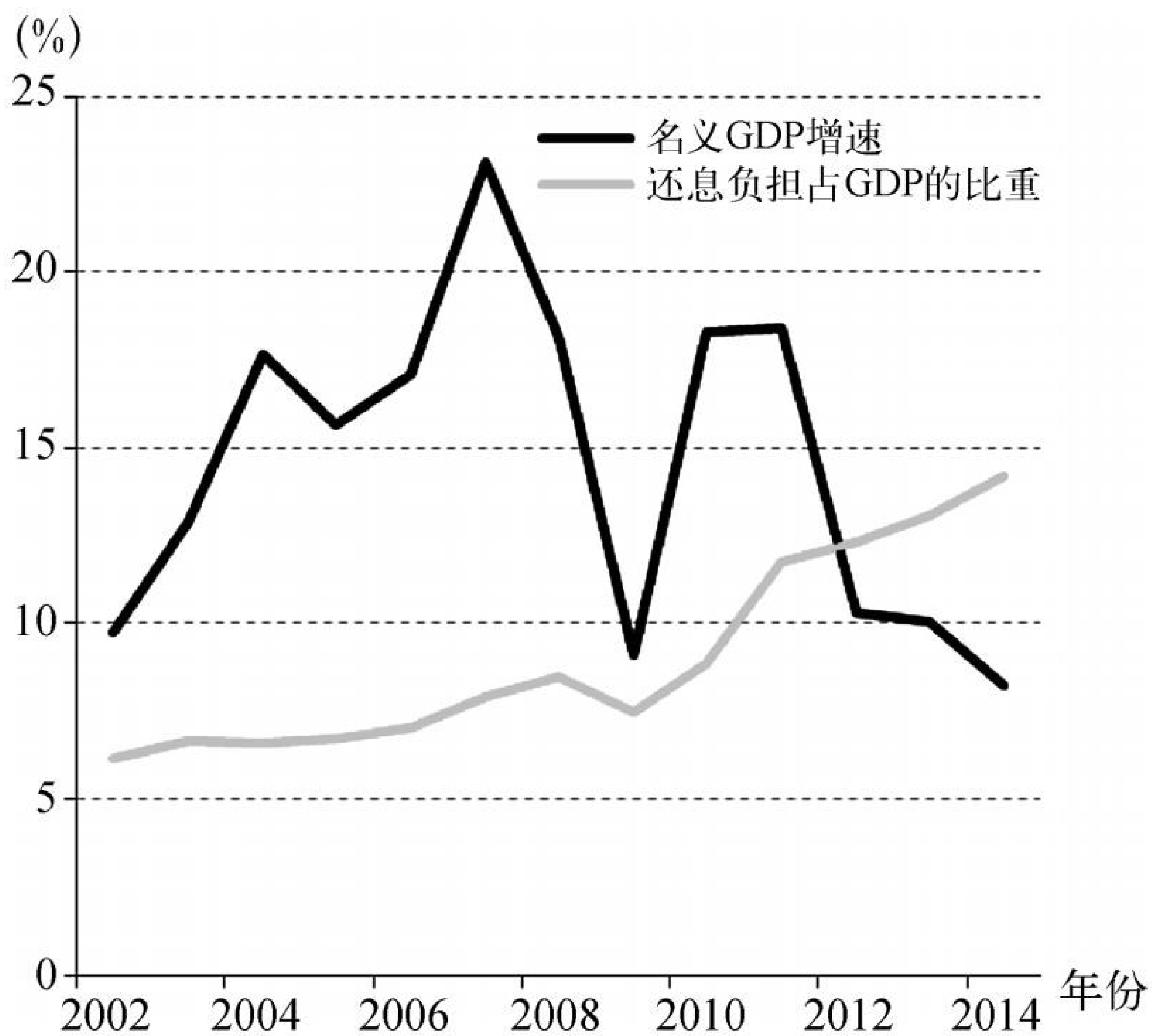
去杠杆最近成为经济工作会议提出的一个重要任务。从宏观经济层面来说，杠杆就是债务占GDP的比重。去杠杆就是如何降低非金融部门整体的债务占GDP比重。非金融部门就是居民部门、企业部门、政府部门，而我国主要债务在企业部门比较多。

2008年以来，我国实体部门债务迅速大幅攀升，债务占GDP比重——宏观杠杆率——增加了70％以上(参见图9.1)。2010—2011年因为控制信贷增长，杠杆率增长有所放缓，但是之后又一路高升。但近几年的高升倒不是因为信贷和债务增长加速，而是名义GDP放慢，分母往下走比分子增长要快所引起的。为什么说现在杠杆率比较高且难以持续，并非简单的具体水平200％或者300％太高，而是要看支付能力，也就是现金流用来还本付息的相对比重是什么样的。图9.2显示近几年还息负担占GDP比重比起名义GDP增速来说要快很多，与过去的情况完全相反。过去债务虽然增长很快，但是没有问题，因为分母增长得更快，现在不一样了，这个局面难以为继。工业行业这个情况尤为显著，因为企业部门债务负担占GDP比重接近150％，同时从工业或第二产业来看，名义增加值2015年三季度已经是负增长，在这样情况下债务负担显得更加严重一些(图9.3)。



资料来源：CEIC；瑞银估算

图9.1 债务(信贷)占GDP比重不断攀升



资料来源：CEIC；万得；瑞银估算

图9.2 债务还息负担日益沉重

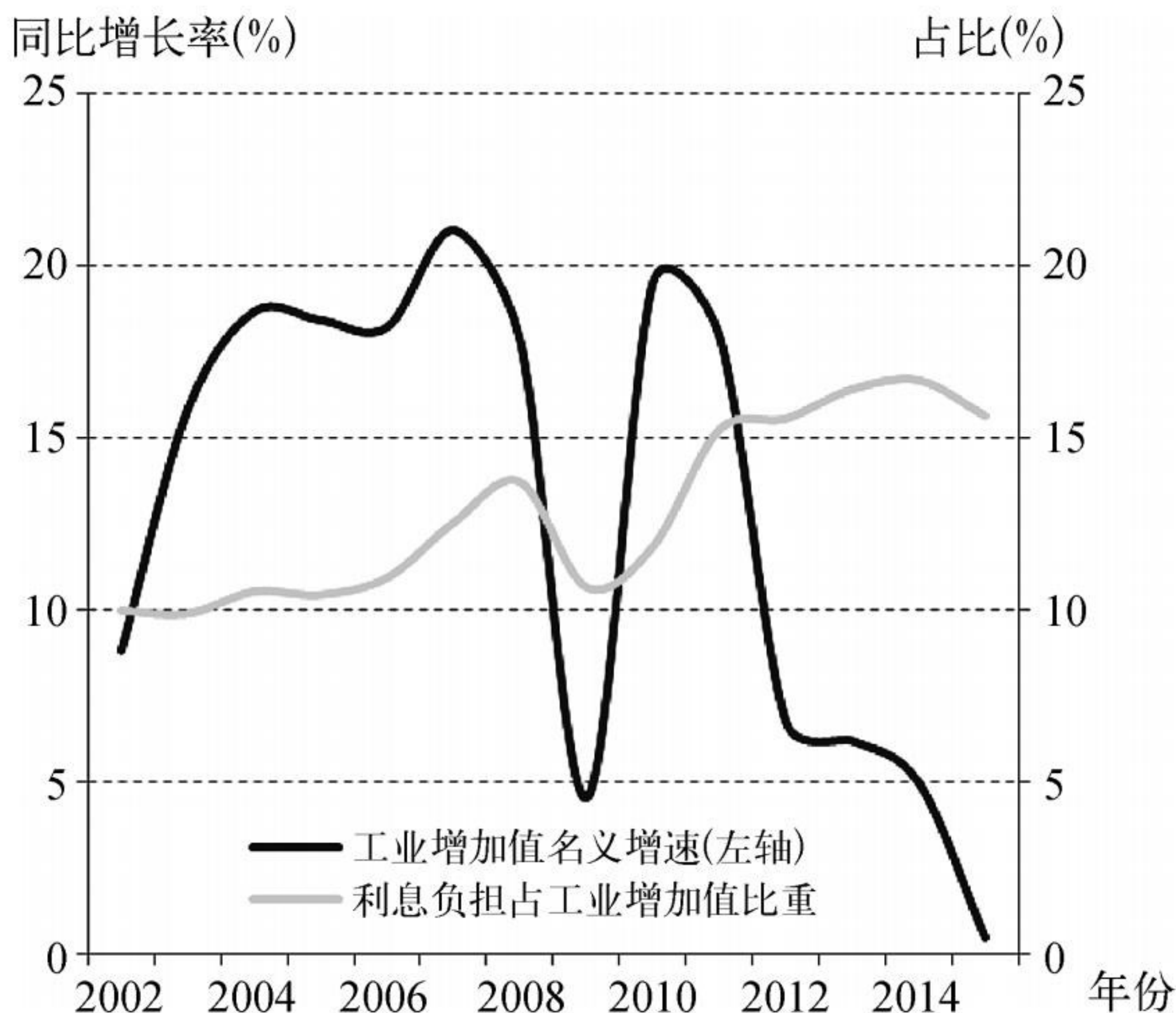


图9.3 工业名义增长急速下滑，意味着企业销售收入和现金流急剧恶化，债务负担特别沉重

如何来控制和降低杠杆？笔者觉得应该从分子和分母两个角度去做。第一是要做大分母。分母就是名义GDP，也就是说要稳增长、防通缩。第二，减少分子。分子就是债务。做小分子，一是要债务重组和核销坏账，削减债务存量；二是要削减债务增量，包括削减利率和债务成本，也是非常重要的。第三，在减少分子、做大分母政策上怎么把握尺度和速度，怎么控制风险。从历史及国际经验和教训看，去杠杆不能只靠做小分子，而不去稳住分母，或者做大分母。最近欧洲和美国去杠杆的比较就是一例，当然情况各不相同，但是欧央行因为种

种原因，欧洲开始主要靠做小分子的方式，就发现债务负担越来越重，现在欧央行也做量化宽松，这个也是非常重要的。

做大分母相对来说比较简单。众所周知，我们要靠积极的财政政策，放松房地产政策，加大供给侧改革、结构性改革、刺激新产业发展等来稳增长。货币信贷政策在这方面也很重要，因为更宽松的货币信贷政策除了稳增长、降低债务成本，还可以起到稳定通缩预期的作用。

做小分子往往第一就让人想到控制新增贷款、减缓债务增长的速度。然而，在债务已经很高、企业现金流困难的情况下，控制新增贷款可能加剧实体经济的困难，压缩企业投资，带来总需求的收缩，在做小分子的同时可能让分母下降更快，杠杆率不降反升。

做小分子的另一个方面是债务重组。其一是地方政府债务重组。关于这个问题，笔者在2014年43号文出来以后已经写过几篇文章，建议大规模直接置换地方政府层面的债务。目前来看，2015年置换了3.2万亿元，大大降低了地方现金流压力，也降低了利率成本。财政部表明将在余下两年置换完剩下的地方债务，我们估计一共还剩11万亿元左右，2016年估计置换5万亿元以上。总体来说地方债务重组已经有了一个明确可行的方案，并且实施进展顺利。

债务重组更大的难题是在企业债务重组。企业债务问题目前非常严重，债务占GDP的比重已经超过150％，可以算是世界较大的经济体中企业债务水平最高的。而且至少从能观测的数据来看，上市企业中10％以上的企业现金流不足于偿还利息，全部企业中这个情况有可能比上市企业更糟一些。就是说企业需要新借债务和贷款来支付它的利息，我们估算每年新增10万亿元左右的贷款和新增16万亿—17万亿元的社会融资总额中，大概1.5万亿—2万亿元是用来偿还银行利息。这其实就是所谓的资金空转——银行假装企业能还得起，借给企业再还给银行利息。

既然新增债务中有一部分是因为债务存量的问题引发的，那么企业债务重组的一个方面就是通过重组降低利息成本，也就可以降低每年新增债务中用来偿还利息的部分，打破这样一个利滚利的恶性循环。从图9.4可以看出，我国实体经济面临的实际融资成本非常高，因为通缩压力，即使在央行2014年底降息6次以后，实际利率仍然高企。因此，有必要进一步降低贷款利率，降低实际融资成本；另外也要降低银行间市场利率，因为银行间市场利率可以传播到债券收益率，而一些有条件的企业也可以通过发债来置换成本较高的贷款；另外也可以降低票据贴现率——降低中小企业的融资成本。2015年企业债新发行超过了7万亿元，实际上净增只有2万多亿元，大部分债务用来置换原来的债务，置换以后利率成本也会降低，所以企业也有间接置换的方式。

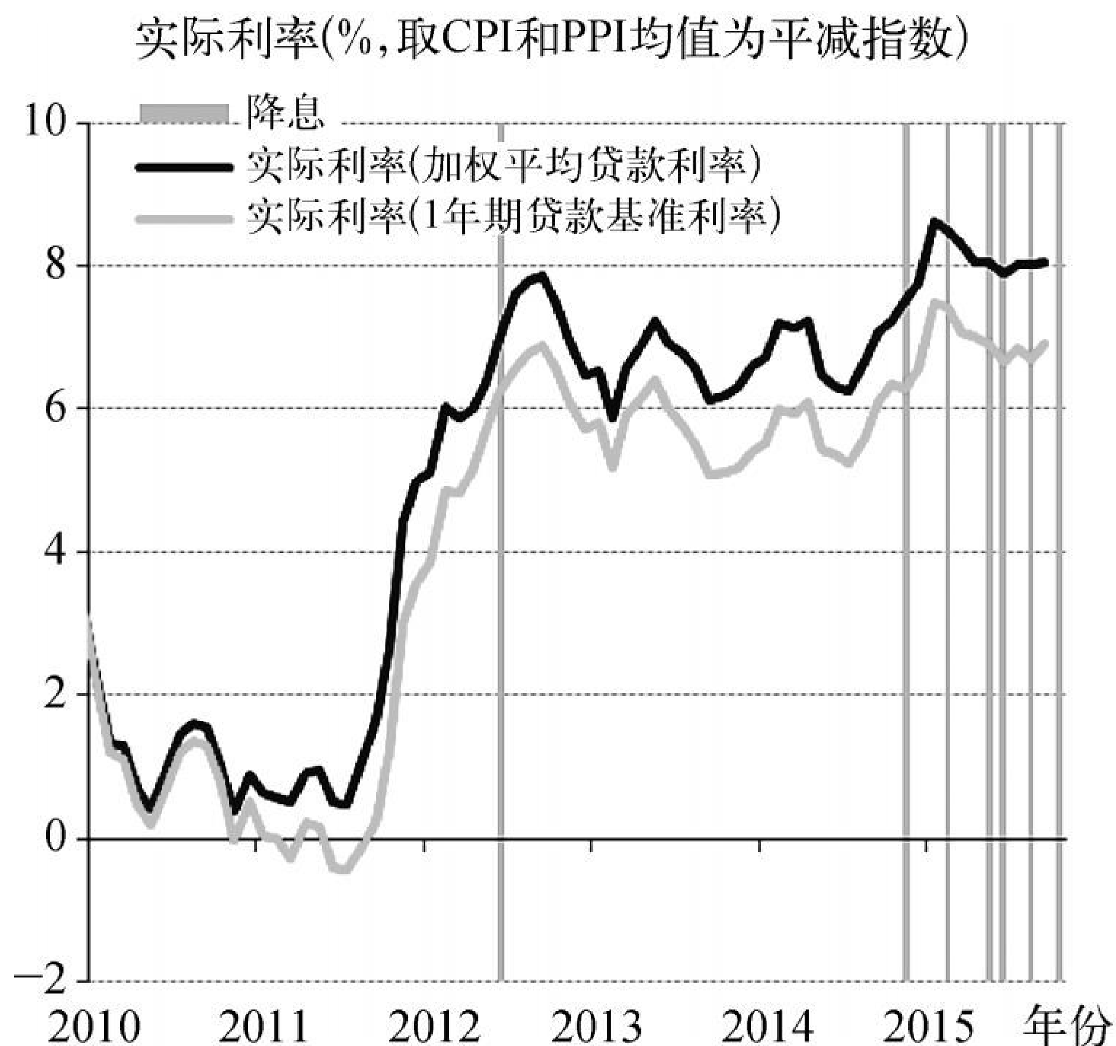


图9.4 央行降息6次后，因为产品价格下降更快，实际贷款利率仍然很高

当然，除了大幅降低利息和融资成本，债务重组必不缺少的就是企业的破产重组、坏账的核销。这个大家应该已经有共识。淘汰过剩产能和降低企业杠杆是一枚硬币的两面，在重组企业、关闭僵尸企业的同时，这些企业的坏账需要核销，所以企业重组和债务重组必须同时进行。现在中央已经开始强调去产能、去库存、去杠杆，关闭、重组过剩产能行业。但是，中央光给政策、喊话是没用的，还要拿钱出来，帮助推进这个过程。钱一部分用来安置员工，另一部分用来核销坏账。这个钱可能要靠中央财政、国有资本运营预算拿出来，因为许

多地方是没有这个财力的。坏账核销可以配合企业重组逐步推进，比如每年核销2%，用几年的时间清理。当然，这需要银行补充资本金。目前看来政策性银行和大型商业银行近期已经融资或注资，股份制商业银行、中小型银行、城商行、农商行等补充资本金的需求更为迫切。

降杠杆需要控制风险，把握速度，把握做大分母和做小分子之间的平衡。如果片面强调做大分母，可能会使杠杆继续上升过快而债务问题得不到有效解决；如果过于强调控制新增债务、做小分子，可能带来经济下滑、通缩压力加剧，杠杆率也会持续攀升。在风险控制方面，保证流动性稳定是非常重要的。在杠杆率高企，而且有大量资本外流，而且不确定性很多的情况下，一定要保持流动性的稳定。过去一年多大家总是说央行在放水，其实是补水，补水是很重要的（图9.5）。

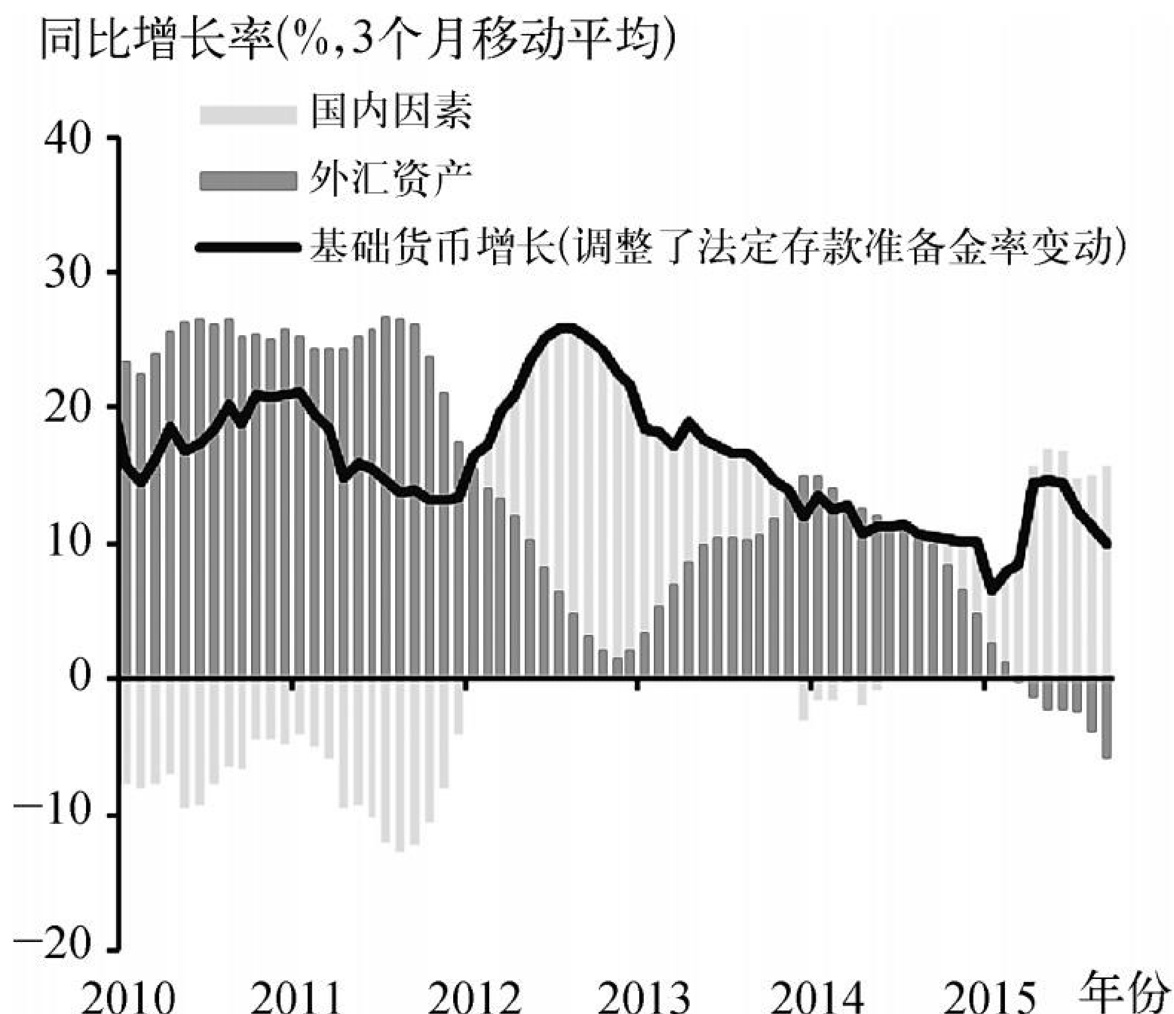


图9.5 外汇流出的背景下，央行需要补水，保持基础货币供应的稳定

在去杠杆过程中货币政策应该怎么做？对于核销坏账、关闭僵尸企业，进行债务重组，这些大家的共识是比较强的。而对货币政策在去杠杆中发挥什么作用，这个有很大争议。很多人认为货币政策不应该宽松，因为会导致信贷膨胀，阻碍去杠杆，我个人认为放松货币政策可以帮助去杠杆。更宽松的货币政策首先可以降低融资成本，降低那每年1.5万亿—2万亿元新增的债务用来还利息的部分，如果降低利率，就不可能新增那么多债务还利息。另外降低融资成本，可以改善企业现金流，降低了坏账形成速度，使得更多企业能够存活下来。僵尸企业不可能用紧的货币政策一棍子把很多企业打掉，如果要关掉

5％，货币太紧可能搞得20％的企业没办法活下来，所以我觉得放松货币政策可以降低金融系统的系统性风险。另外降低利率，还可以帮助可以加杠杆的居民部门增加杠杆，比如说按揭利率下来了，房贷、消费信贷可以帮助支持增长。第三，货币政策宽松可以帮助防止通缩预期固化，所以间接也是可以促进投资和生产。在目前情况下随着企业产品价格不断下降，企业去库存的动机越来越大，谁也不愿意买东西和投资，这在工业和大宗商品端非常明显。

目前的争论，有观点认为放松货币政策会带来信贷膨胀、债务进一步恶化，我觉得其实不是这样的。第一，企业已经债务累累，面临的需求又很疲软，利润率又很低，在面临债务通缩陷阱下，企业投资和信贷需求非常低迷，所以放松货币政策，并不会使得企业拼命借钱去投资。企业当然愿意再融资，但是借钱扩大固定资产投资的意愿是比较弱的。目前信贷仍然较快的增长，不是因为企业扩张，而是一方面是1.5万亿—2万亿元用来偿还利息；另一方面财政和基建项目还需要信贷支持，包括政策性银行。2015年信贷增长也是高歌猛进的，并不是民营部门自己需求旺盛，是因为准财政在这里头。第二，在降息降准的同时，央行货币政策框架历来比较倚重数量和宏观审慎工具来管理信贷投放，最近出来一个宏观审慎评估体系(MPA)，这就是控制银行贷款的东西。所以央行在降息、降准的同时可以用其他手段同时控制信贷总量。

也有人说每个地区、每个行业杠杆高低不一，一下子放松货币政策可能是大水漫灌的概念，会不会钱都流到房地产，又炒高房价？的确，货币政策是总量政策，要想用宏观总量政策解决结构性问题是很难的。想要用货币政策精准去杠杆，可操作性很难。在宏观货币环境较松的情况下，有的行业因此就得到了意外的好处。这是有可能的，资产价格也有可能上涨，包括房地产价格。可是目前房地产调整正是经济下行最大的压力。降息降准后，如果居民部门更愿意买房子，房

子销售更好，使得房地产去库存加快，也就是说房地产建设不断往下的调整就会结束得早一点，我觉得也是可以做的。

如果政府想限制房地产，那也是可以用别的政策做的。但是为了不让钱流到房地产，就紧缩整体货币政策，可能更不可取。另外，放松货币政策，的确可能拿到钱更多的是国企，不管是僵尸企业还是非僵尸企业都可以拿到，民企可能拿得少。所以很多人说即使货币政策宽松，钱也不能流到民营企业。但是我想反问，如果货币松的时候，民营企业不能得利，那么货币政策紧的时候，难道民营企业能得利吗？如果国企拿钱都困难，那么民营企业受害就更大，紧缩条件对它们打击更大。当然货币政策宽松有负面影响，但是利弊可以权衡一下。在通缩债务陷阱压力下，当然放松比较好，就像美国量化宽松以后，虽然加剧了不平等，但是陷入更深的危机穷人可能受害更大。

最后总结一下，我认为去产能、淘汰僵尸企业和核销重组是去杠杆必不可少的政策，不过货币政策更为宽松可以保持宏观环境比较稳定，从而降低去杠杆的成本，并不是货币政策可以取代去杠杆。

第10章
大力补短板，小心移杠杆

邵宇

2016年所谓供给侧改革的重点就是“三去，一降，一补”。“三去”是去杠杆、去产能、去库存。去产能、去库存谈的是企业的资产方面；去杠杆谈的是企业的负债方面和为企业提供信贷支持的金融机构的资产方面。

其实大家提到的中国杠杆率突然上升，基本上是一次性的问题。就是2008年这一轮危机导致的，其实就是应对危机导致地方政府、国有企业(特别是偏上游资源类和基建类)以及房地产行业的局部杠杆上升。以前看数据其实也没有什么，如果它是一次性的问题，跟持久性问题解决方法肯定是不一样的。此外目前杠杆率测算的方法也有问题。多数研究者都是把一个债务的存量跟流量GDP去比。其实更应该跟存量比，即跟资产去比。跟流量比实际上是在跟GDP增速比。因为中国GDP增速以前相对比别人快，所以它看起来负债率较低，但是现在慢下来，分母小了这个问题就特别突出。如果跟资产比则有优势一点，因为中国这样的新兴经济体，不少都是新资产折旧有限，所以看起来存量很大，但是发达国家大多都是老资产，很多基础设施都是上百年的快折旧完了，这样比肯定中国有优势。但其中还有一个类似会计准则里面现金收发和权责匹配的问题，如果把还没开发的油、气、土地都考虑进来就没法算了，因为例如俄罗斯地大物博且资源丰富，但在1998年国债也会违约。此外特别需要注意的是，从历史经验来看，二战以后大型经济体债务没有一个下降的。日本就不用说了，但它大部

分是内债。这启发我们杠杆率的安全边界的相对性和结构性。其实说到底消化债务就三种方式：第一通胀税，如果通胀是正的没问题；第二，依靠经济增长带起来，分母做大；第三，通过铸币的方式转给老外。应急方案则包括私有化和国家破产，因此要绝对去杠杆化，其实在大型经济体样本上看到的不多，而且通常伴随着危机。

1. 一个误区

回到去杠杆本身，这里有一个非常关键的问题，可能存在认识误区，其实中国并没有太多去产能、去杠杆的经验。因为以前中国多数时间是短缺经济，所以严格地说我们只有一次经验，这个经验就是1997年东南亚金融危机期间，在朱镕基总理带领下的大刀阔斧的动作，比如说压锭、下岗、破产、重组、金融机构关闭等，我们现在讨论觉得那次的去杠杆干净利落，后来也证实了经济迅速成长起来，新一轮周期又来到了。但笔者觉得这里有个误解，其实后面经济起来跟前面去杠杆去不去得彻底没什么关系，仅仅是因为从时间序列角度把这两个事情连在一块。1997年金融危机的后果至少包括两件事：第一件事中国制造替代了东南亚制造，随着在21世纪初加入WTO外需就起来了；第二件事，1998年中国开始有了第一单住房抵押贷款，这之后城市化、房地产、土地财政、基建等内需就都起来了。换句话说，因为有更大的两个需求顶在后头，所以有没有三去其实没那么重要。作为一个验证就是很快到了2000年以后，能源、交通、运输的瓶颈又再度出现(而这些恰恰又是当下杠杆最高的部门)，那些一度过剩的产能又显得稀缺了。如果把那时候的经验平移到现在，问题就来了。笔者也同意要去一部分僵尸经济，但是如果没有充分准备好后手，没有足够的需求放在后头使得经济可以平稳甚至拉动起来，那么结果恐怕会让人大失所望。而且即便是上一轮三去，中央也进行了积极的财政政策

如投资公路、通过外汇储备注资几大银行(本质就是两次结汇重复宽松货币政策)等来积极应对，那么当下更需要未雨绸缪，加倍小心。

2. 小心风险

2016年一开年全球金融市场就经历了一轮踩踏，如果说以前之所以内部不去杠杆，是在机制上大家不愿意去，地方政府也好，国企也好，包括金融机构，都不愿把坏账砸在自己手里，更多是意愿问题。但是到了2016年，在一个更为开放的环境下，特别是汇率在开放经济体的环境下，更多的是一个能不能的问题。这段时间央行施展浑身解数守住了汇率。央行在汇率方面同时面对三股势力：第一个是中国大妈的蚂蚁搬家；第二，央行网站说一部分外部做空势力，这就是资本的力量，很难说恶意不恶意，但目前国际资本的左中右都在吐槽中国，这个必须小心；第三，利差套利。这三股势力一旦轰隆隆都来了，就比较费劲了。2015年7月份大家发明一个词叫作投降式抛售，现在这两天就有这个架式。大家看舆论，每年都说今年是最难的一年，年年难过年年过。但2016年黑天鹅真是多，如果再叠加一个“三去”，金融又没做好准备，那风险释放的概率还真不小。

回到当下的问题，杠杆有好的杠杆和坏的杠杆，去杠杆也有丑陋的去杠杆和不那么丑陋的去杠杆。我们承认目前的问题更多的是一次性的问题，主要出在2008年开始的这一轮投资上，在区域、经济构成、方向上都有不少问题，现在必须为之提供一个完整的解决方案。我们用一个戏剧化的词，叫作“中国式杠杆乾坤大挪移”来表述。我们要做的是整个中国宏观部门资产负债表的修复。

3. 九大移

首先地方转中央，债务重新置换，某种方面就是这个意思。地方转中央确实就是博弈的问题，但一定会做，因为只有中央发债，这个成本才能降下来。

第二，平台移向开行，国开行是中国融资平台。可以考虑把地方融资平台变成国开行的分行，政策银行这个钱一定要投的。

最关键的是财政移货币，这个争论非常多。最关键就是PSL，什么是PSL？就是央行发钱给国开行，国开行用来做地方棚户区改造。地方棚户区改造理论上是地方事权，由地方政府加杠杆，但是地方限制于43号文加不了杠杆。谁来加呢？交给国开行，国开行也不是通过发债的方式，而是直接向央行做定向。当然可以理解央行自己也不一定愿意，但在经济如此低迷的周期环境下，只有央行的资产负债表是最合适堆垃圾的地方，其他人都堆不了，如果它不出来挡这一枪，大家肯定没戏。

接下来三个实体部门，首先是国企转民企。这个方向没有问题，但实践不太成功。为什么不太成功？2015年所谓改革牛，就是希望居民加杠杆买下这些资产，但因为股灾现在是反过来的，证金公司掌握2万亿元的市值，反而变成国有化了。

还有政府移居民，就是PPP。大家都说公私合营，现在变成了公公合营。这也带给我们一个重要启示，竞争就会带来效率，不一定都靠私有化。现在很多沿海的城投到内陆拿项目，变成公公合营，而不是公私合营。如果真的做到公私合营是非常成功的，这两个东西是没推进下去的。

最后是传统转新兴。并购现在进行得轰轰烈烈，为什么？新兴的PE都是200倍，传统的都是10倍，所以从资本市场圈钱然后买下传统的现金牛资产改造升级。

然后就是金融系统，包括影子移标准。影子银行成本太高，直接转标准就降低成本了。

其次是商行转投行，笔者的建议是商行的理财直接成立净值化管理的准投资机构，因为要投行自己成长起来太慢了。

最后是国内转国外，中国对外负债大部分是房地产企业借的外债以及大量的FDI，给海外投资者的收益太高了。而我们掌握的资产，就是美国接近零息的债券。我们拼命做SDR，目的是什么？很简单，想把它做一个置换，理想情况当然就是美国，外头的负债都是国家性负债成本低廉，对外资产都是大量的股权和高收益资产。

这样重新调整资产负债表，最终究竟是大家一块坏了，还是一块好了？一定是大家一起好了，当然没那么容易做。看看欧洲跟美国的例子就知道，比如说美国，其实是居民部门杠杆太高，但是引发它的并不是杠杆绝对高，而是资产价格的崩溃，最后央行上了。美国成功在什么地方？第一，它把所有东西都堆在央行上。第二，它利用海外铸币税的特权。欧洲主要是希腊不好，主要是主权债务，希腊主权债务跟拉美外债是没有任何区别的，也就是说这个时点上对外资产负债表方向过高的杠杆是它崩溃的关键原因。然后崩溃启动这点又是它的汇率波动，还是资产价格。这里我们承认真正能够成功的，一共几条路，刚才说到的股票、PPP，眼下其实都是不成功的，像人民币向海外移要经历考验，这肯定是刀锋上平衡。

4. 补短板

最后特别的一点是，要认识到当下中国经济问题的核心在于如何重建激励机制和适度分享，笔者强烈建议建立一支10万亿元量级的补短板基金(或者叫公共服务均等化基金)，主要为未来可以落户城市的1

亿农民工提供公共服务，以完成1万亿元农民工安置(人均10万元一般转移支付)，主要投向教育、医疗、就业、文化等公共服务，兼顾公共住房、旧城改造、智慧城市等。让农民工进城落户就是当下中国最大的分享，通过对于教育、公共服务的投资，带来新的生产力和新的需求。以前是硬件，现在是软件，以前是制造业现在是服务业，开放然后进口替代，民间再创新，提升供给品质。

最后一次扩张中央政府、政策性金融机构与央行的资产负债表和整个国家的对外资产负债表，通过向全球发行人民币标价的中长期国债来实现，这会同步完成六大宏观部门内部的杠杆转移和再平衡，并且向世界提供稳定的无风险储备资产池以推进人民币国际化。当下必须集中全部火力，这既是需求侧也是供给侧，直指公共服务均等化和人的城市化，它全面满足创新、协调、绿色、开放、共享五大发展理念，如同火箭筒，它能够轰开需求、供给、结构、预期、信心和估值的坚冰，为冲出中等收入陷阱带来充沛的动力。

第11章
突破股市稳健发展的制度瓶颈[注]

潘英丽

2015年6月15日以来，上证指数用了52个交易日下跌了45%，而创业板指数则用58个交易日跌去了53%。政府的“暴力救市”已被市场信心的崩溃所击败。政府行政干预无法重振投资者信心，反而雪上添霜加速了市场的冷却。市场人士说“股市的核心问题是信心，改革从方案准备期进入落地攻坚期和深水区，开始触及利益和灵魂，市场将检验改革诚意”。中国股市在2005年和2012年有过两个低点，市场平均市盈率分别是18倍和12倍，曾是推进资本市场系统制度改革的大好时机，但是由于理论准备不足或市场权贵集团阻挠而错失。目前随着股市下行，第三次改革良机正在向我们走来。真切希望政府能痛下决心，在深层制度变革上做出重大突破。本文首先分析中国股票市场制度扭曲的历史成因，然后根据当前存在的体制机制扭曲和基础性制度缺失，提出多层次的改革需求，供政府与市场参与各方参考。

1. 股票市场制度扭曲的历史成因

以上海证券交易所诞生(1990年)为标志的中国股票市场已近26岁。笔者把这一发展历程分为三个时期。1991—1995年可以看作自然成长的试点时期；1996—2006年是为国有企业改革和发展服务的功能财政化时期；2006年以来则是制度扭曲的财富转移时期。

第一个时期的主要特征是股市在国民经济发展中的作用相对弱小，政府尚未给予特别的关注。这一时期每年IPO的企业也就10余家，年均筹资规模在60亿元左右。

第二个时期，政府日益重视股票市场帮助国有企业解困和补充资本金的作用。1996年国有企业上市融资额是1995年的8.8倍，1997年又是1996年的3.25倍。1997年证监会15号文提出“证券工作要为国有企业的改革和发展服务；要为国有企业增加资本金、收购有发展前途的亏损企业尽心尽力”。这个文件标志着证券市场功能财政化的开端。1997—2006年是我国政府借助股票市场实现改革成本社会化分摊的时期。

我们可以将改革看成是一个制度建设项目，改革推进期可看作是项目投资期，改革成功后将有一个相对长的红利收获期。改革成本需要用未来的改革红利来摊还。因为改革成本如果由当时一代人承担，改革通常很难为大多数人接受，从而也就不具有可行性。改革成本和改革红利的跨时期分摊是一项成功改革所必需的。虽然政府本可以更规范地借助国债市场的发展来完成，但是实践中借助所控制的银行体系和股票市场则是最为便利的选择。

20世纪80年代，城市的经济改革以放权让利和国有企业的普遍亏损为基本特征。政府推进渐进的“增量改革”，即在维持国有经济稳定的前提下促进非公经济的快速发展。改革前期既没有国企私有化，也没有减员增效。国企因低效率和沉重历史包袱造成的亏损最初通过补贴由国家财政承担；在中央财政入不敷出的情况下，则通过“拨改贷”政策，以“工资贷款”“安定团结贷款”的方式将改革成本转给银行体系，开启了银行功能的财政化。国有银行的政策性贷款发挥着财政补贴功能。1987—1995年公共部门的平均赤字占GDP的比率为11.16％，其中通过银行部门融资的比重达到7.09％。1997年东南亚爆发金融危机，中国局部地区也爆发了金融危机，四大国有银行的不良

资产比率据国际市场测算高达48％，这些坏账可看作是改革成本在银行体系的沉淀。

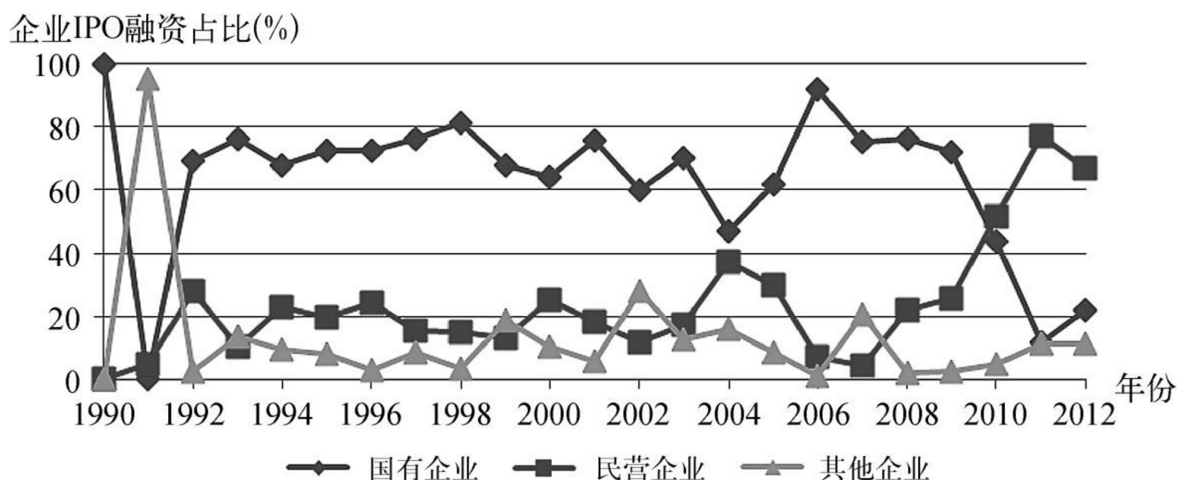
银行体系陷入难以运转的困境。于是政府启动了股票市场财政化，实现改革成本从国企和银行体系向社会转移的分摊过程。九五期间，政府推进国有企业减员增效与国退民进战略调整。竞争性行业亏损的国企被出售给民营企业，经营状况尚可的以及国有商业银行则有序安排股份制改制和上市，通过股票融资增加资本金。在股票发行融资方面，政府通过额度管理(即控制股票供给)维持相对高的发行市盈率(以便尽可能降低融资成本)，并通过发行审批和上市额度分配将低成本融资特权提供给政府指定的国有企业。大量央企和地方国企在香港和内地交易所上市。国有银行经过不良资产剥离、存贷款利差补贴、央行再贷款、财政注资、外汇储备注资和引进战略投资者等举措，完成了资产重组和上市融资的全过程，银行业整体稳健指标达到国际水平，2006年盈利已是2004年的10倍。这一年股权分置改革基本完成，为国有股权带来了升值和变现的便利。至此，改革成本社会化分摊过程已全面完成。

2006年曾经是行政审批和低成本融资政策退出的最佳时机。一是改革成本社会化分摊的历史使命已经完成，财政功能的退出、市场功能的生成要求政府转变立场，并通过制度变革建立起股票市场规范发展的基础性制度。二是2005年市场平均市盈率降到股市建立以来的最低点。市场平均市盈率越低，退出行政审批制度的冲击越小、成本越低，因而成功的概率也越大。三是通过行政手段控制股票的供给量以维持市场高市盈率，客观上为成本极为低廉的大小非持有人高价减持创造条件，导致有利于特殊利益集团的财富再分配，有失社会公平和正义。但是由于大小非持有者以及股市特权阶层的阻挠，以发行注册制为核心的制度变革不断延迟。2012年市场平均市盈率仅12倍的又一个改革时机再次被错过。

2006年以来由于未能及时推进去财政化改革和市场基础性制度建设，当股市融资主体从国有企业转为民营企业时，股票市场功能发生了从财政转移工具向财富转移工具的转变，出现了中小投资者的财富快速向特殊利益集团转移的倾向性问题。

2. 市场体制和运行机制存在的扭曲及其变革的内在要求

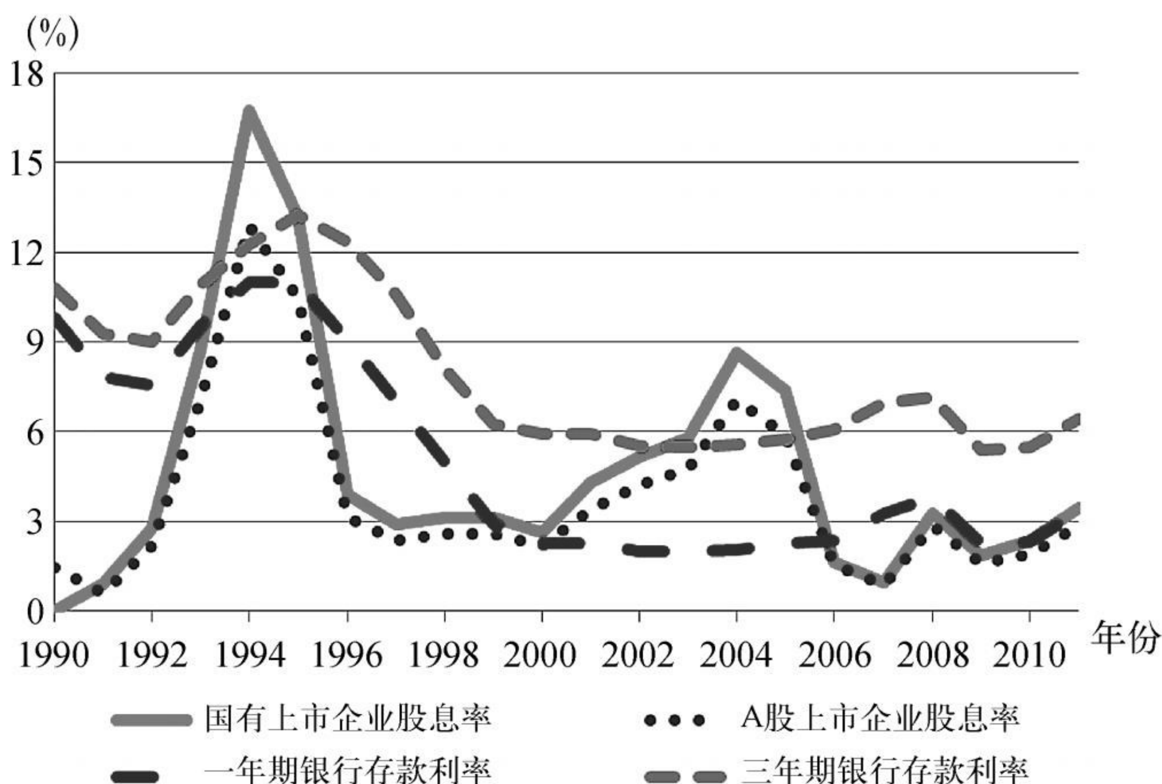
股市最大的扭曲是准入和定价制度的行政管制。就市场准入而言，1997—2006年间政府推行股票市场的功能财政化。图11.1显示70％以上的IPO融资被用于国有企业减困和低效率扩张。这是市场缺乏坚实基础和稳定性的基本原因。历史地看，这样做有其改革成本与改革红利跨时期分摊的内在逻辑和合理性。但是在财政化功能的历史使命已经完成、民营企业大量上市融资后，行政管制未能及时退出的结果是股市已从财政转移工具变成了财富转移工具，成为一个圈钱的场所。



资料来源：WIND

图11.1 不同所有制企业IPO融资占比：1990—2012年

对上市公司缺乏有效监管，结果只能是资源配置的扭曲与融资功能的瘫痪。准入制度的扭曲也直接导致市场定价功能的丧失。股权融资对上市公司而言几无资金成本。国际经验表明，企业内部融资最便宜(以国债收益率为机会成本)，债务融资次之，股权融资最为昂贵。股票融资成本本应是投资者要求的、与企业经营风险相洽的收益率，通常都在15％—20％左右。在美国，投资者的回报90％以上来自企业分红，只有很少部分是资本利得。但是在中国，政府对上市公司分红并无硬性约束。图11.2给出了1990—2011年间上市公司给投资者的股息率(以全部上市公司所分配的红利除以年末股票市值得到)、一年期存款利率和三年期银行贷款利率水平。上市公司的年平均股息率仅为1.99％，严重低于5％的平均存款利率和接近8％的三年期贷款利率，甚至低于同期平均约为2.5％的年平均通货膨胀率。投资者整体的实际红利收益率为负。



资料来源：WIND

图11.2 上市公司股息率和银行存贷款利率：1990—2011年

另外，审批制人为限制股票供给，造成IPO申购困难和定价过高；特别是财务报表的粉饰或造假未能受到法律严惩，更是扭曲了市场定价，造成资源错配，投资者财富则被大规模攫取。表11.1显示了A股市场年均市盈率、发行市盈率和新股上市首日涨幅。2005年在审批制度限制股票供给的情况下引入西方的市场寻价制度，导致发行市盈率大幅度偏离两级市场年均市盈率。

表11.1 发行市盈率与市场年均市盈率

时　期	A股年均市盈率（%）	新股年均发行市盈率（%）	新股首日涨幅（%）
1999年	39	17	115
2000年	54	30	159
2001年1月至10月	52	34	131
2001年11月至12月	39	18	166
2002年	39	19	127
2003年	36	18	73
2004年	31	17	70
2005年	18	20	45
2006年	22	24	86
2007年	52	30	195
2008年	27	27	116
2009年	23	53	71
2010年	23	59	41
2011年	18	46	20
2012年	12	30	24

资料来源：WIND

最后，审批制再加退市制度的缺失，导致壳资源身价百倍，低劣企业大股东或集团公司掏空上市公司后还能获得卖壳的大笔收益，也为经久不衰的垃圾股炒作提供了现实基础。如果上市公司大都缺乏成长性且经营绩效很差，或者有效益也不给投资者分红，那么市场本无投资价值。存在决定意识，我们又怎能让投资者确立投资理念呢？救市救得了一周，救不了一年，只是以纳税人的钱给少数人创造了另一个短期投机和套利的机会。

因此，我们强烈呼吁政府加快推出以下三项制度变革，以健全市场定价机制，优化资源配置功能，提升市场整体投资价值。一、尽快推出发行注册制，增加股票供给，降低发行价格或提高企业股权融资成本。融资成本实际上是企业投资效率的门槛，融资成本上升可给高效率成长性企业提供更多融资机会。市场低迷之时是推出注册制的有利时机，通过社保基金等长期价值投资者的入市和允许二级市场投资者以持股市值直接配售，可以消解注册制对场内投资者的不利冲击。二、考虑到成长型企业有更好的投资机会，我们至少应对缺乏成长的上市公司设置分红的法定要求。这可以3—5年期贷款利率为门槛，如果利润的增长率不能超过贷款利率，就需要限制其增发等再融资，并要求进行红利分配。三、实施新老划断的退市制度。考虑到可操作性，可以实施新股新办法，老股老办法。以时间划段，股市功能财政化时期上市的企业可要求大股东注资，改变企业亏损经营的状况。新上市企业则实行退市制度。退市将抑制或杜绝炒垃圾股倾向，低劣企业股价下跌成“仙股”后，无障碍退市就可以实现。

与此同时，需要引入更合理的上市公司和金融机构的治理与约束机制。在笔者主持的一个国际论文集中，杰弗里·萨克斯以“美国金融部门为何变得无法无天且不稳定”为题，揭示了金融犯罪的手段与机会，给我们完善相关制度提供了重要启示。他认为，高度分散的所有权结构与软弱无力的董事会相结合特别具有破坏性。高杠杆使股东的风险偏好超过社会最优水平，股票期权使高管的风险偏好超过股

东。因为大股东和以股权为基础获取薪酬的管理人自己攫取企业收益，却让债权人和中小投资者承担企业的亏损。两者结合使高管将企业作为巨大的财富赌场。这对各类杠杆投资机构也同样适用。特别是基金管理人薪酬仅与管理的资产规模相联系，甚至在跑输市场的场合照样获得巨额薪酬。金融犯罪的最大激励源自贪婪，而犯罪的机会则来自法律与政治环境。一是大部分美国联邦诉讼由证监会作为民事案件处罚，被告公司往往通过支付罚款来换取“既不承认也不否认”的事件责任处理方式；二是问题公司几乎没有监管、政治和道德压力要求处理起决策作用的CEO。结合中国的实际，我们建议：高管特别是金融机构高管的薪酬应受到严格的监管限制和约束；股东应对薪酬分配方案拥有自动投票权；股票期权只能在限制过高风险的前提下使用；对大股东与高管持股期限做出制度规范，至少应延长至IPO融资与配股资金投资效益显现之后，这可在一定程度上抑制企业决策和管理者的道德风险。

3. 市场经济的基础制度建设

建立有效的立法、司法和执法制度是退出行政管制、引入发行注册制的前提条件。缺乏有效保护债权人与投资者的法律制度，金融体系就不可能有坚实的基础。中国一方面储蓄过剩，一方面利率则居高不下。这个怪事很大程度上源于市场信用基础缺失。商业银行更愿意给政府和国有企业放款，或者给有土地或抵押资产的企业放款。导致软预算约束的地方政府和国有企业过度占用金融资源。国有企业还扮演资金倒卖者，在正规银行与影子银行市场进行套利，提高了民间融资的市场利率。目前中国经济因高杠杆和低效率陷入系统性危机的边缘，新经济不能承接支柱产业地位，金融欺诈活动剧增，正是市场契约精神和法律威慑与约束力的缺失所致。市场信用基础制度的建设，已是一项十分紧迫的社会系统工程。

笔者建议加快推进立法制度改革和公司法、金融法的修改增补，并从以下两个方面着手强化金融市场的监管和法律约束。一是明确证监会的职能，加强证监会专业队伍建设，提高证监会的独立性和权威性。证监会应以监管为唯一职能，通过从国内外法律及监管部门以及市场机构引入人才，强化监管的能力和专业化水平，以适应市场发展和开放的需要。此外，证监会目前实施有效监管的另一大问题是缺乏监管的权威性。特别是对上市公司的监管惩处很难落到实处。一边是正部级央企，行政级别比证监会高，一边是地方企业，有地方政府保护和支持。因此，需要通过制度安排提升证监会的地位并保持其执法的独立性。二是在金融领域推进司法的去行政化和去地方化改革试点，建议参照全国知识产权法院的先例在上海陆家嘴创立全国金融专业法院，受理金融犯罪案件。

4. 政府立场和职能的转变

健全法律制度更深层次的问题在于如何推进政治体制和行政体制的改革，实现政府立场和职能的真正转变，从帮企业筹集廉价资本转到保护投资者防范商业欺诈，也即从亲企业、重GDP转到亲民众、重社会公平和正义。政府主要职能应放到监管和维护市场秩序上。金融业存在的理由就是通过专业服务克服信息不对称，促进家庭储蓄到高成长产业生产性投资的转换。在传统农业社会，农户有余粮(剩余产品或储蓄)，可自己决定是扩大粮食生产，还是养猪养鸡满足家庭对蛋白质的需要。因此在家庭内部即可实现储蓄向投资的转化。但是在现代复杂的社会分工体系中，家庭已无此能力，资本配置必须由专业化分工后的金融业扮演这个中介。克服信息不对称，实现储蓄向生产性投资的有效转换才是金融业存在的理由。资源配置的优化也是整体金融业获取利润的合法性基础。假如市场充斥欺诈行为，企业做假账、粉饰财务报表，伪劣企业包装上市，家庭储蓄或被攫取，或被用于创造无

效产能。这对优秀企业不公平，并且糟蹋老百姓的养老金。因此有效防范商业欺诈，增加市场的透明度，维护市场的公开、公平和公正是迫切需求政府承担的职责。

另外，政府立场从亲企业重GDP转到亲民众重公平正义，还需要税制改革配套。当前中央与地方实施增值税分成制度，地方政府税收最大化目标一定会驱动其不追求GDP。因此，税制改革需要将地方政府的税收从增值税转变到消费税和房地产税上来。这样地方政府会将竞争的重点转到建设环境友好型的宜居城市上来，真正确立起以人为本的执政理念。第二，需要大力发展地方政府债券市场，让政府建立起自己的市场信用，提高基础设施建设的投资效率。省级政府债券可放到香港、新加坡和上海三地发行和交易，这样可让国际资本和新加坡、中国香港的法律发挥市场与制度的双重约束，上海市场则可以在法律制度方面搭香港、新加坡的便车。

我将政府立场转变、提高股权融资成本、提高金融犯罪成本称为“一个中心，两个基本点”的股票市场系统制度改革思路。政府通过直接控制金融实现社会资源分配的模式已经走到头，中央政府必须痛下决心，实现自身立场和职能的根本转型。

---

1. 本文根据2015年9月8日《东方早报》“安泰问政”栏目发表的文章修改完成。

第12章
汇率机制：杠杆的枢纽

鲁政委

1. 引言

2015年末，中央首次提出了供给侧改革，在其重点工作“三去，一降，一补”中，明确列出了要“去杠杆”。那么，在中国当下的语境下，高杠杆到底是指什么呢？

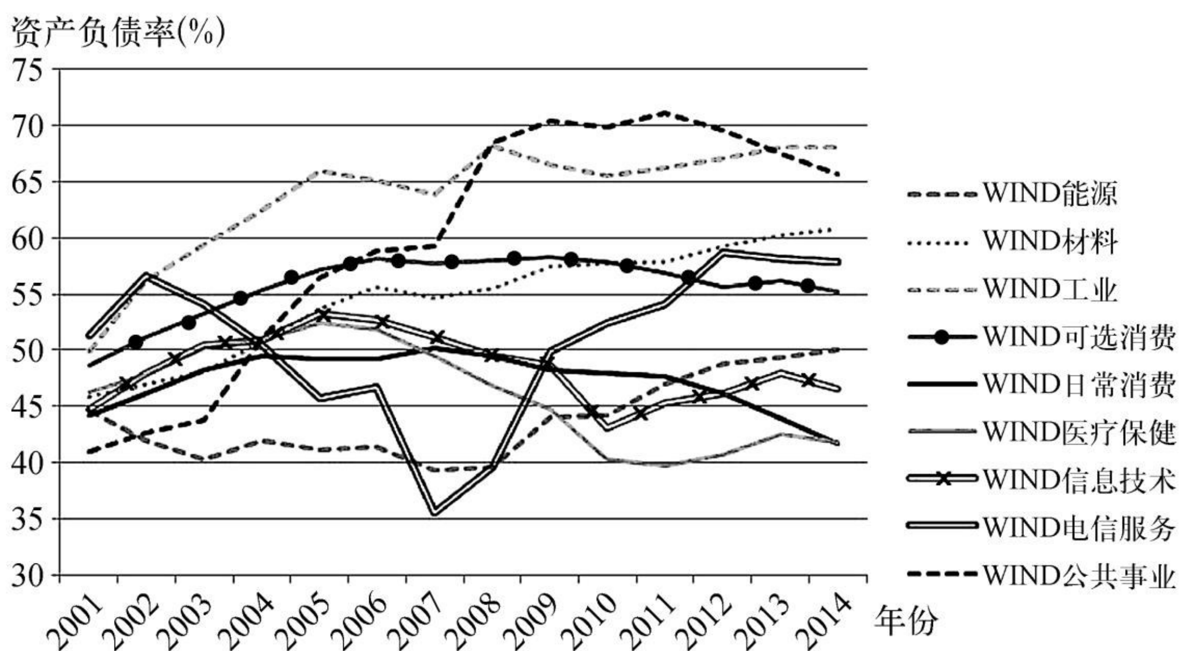
具体来说，高杠杆主要包含三方面的含义：一是企业微观层面的资产负债率过高；二是宏观层面财政负债率高企；三是货币政策层面货币存量过大。这三个方面存在着紧密的联系：企业普遍负债率过高，往往意味着宏观层面经济的不景气；经济不景气，财政收入就不免减少，而为了稳增长，财政支出却需要增加，两者共同造成财政赤字率和债务率上升；如果经济都需要动用财政刺激了，那么，货币政策不宽松就是不可能的，由此必然带来M2/GDP的上升。因此，弄清楚企业负债率上升的根源和抑制的办法，其实就相当于找到了整个中国经济去杠杆的药方。

本文主要结构如下：第一部分讨论企业层面杠杆率上升的逻辑；第二部分讨论宏观层面政府杠杆率上升(包括较高的财政负债率和较高的货币存量)的逻辑；第三部分简要给出了如何去杠杆的方法。

2. 高杠杆形成的逻辑

对于企业来说，到底其杠杆率是怎么上来的呢？

我们来观察图12.1，它是A股上市公司分行业的资产负债率，十年前不同行业之间的资产负债率差别非常小，最高的和最低的差距在10％以内，然而十年之后已经相当离散，最高的和最低的差了约35％。如果看曲线的最右端，从下依次往上看，就会发现存在一个隐形的分水岭把这些行业分成了负债率高低两组，即“可贸易程度”的高低构成了资产负债率高低的分野，“可贸易程度”越高的行业资产负债率越高；反之，就越低。



资料来源：Wind；兴业研究

图12.1 中国上市公司分行业的资产负债率

“可贸易程度”是什么意思呢？如果一个东西可以方便地卖到国外去，国外的东西也可以方便地卖进来，就叫可贸易程度高；反之，如果一个东西很难卖到国外去，国外的东西也很难卖进来，就叫可贸

易程度低。可贸易程度的高低既与商品的物理性质有关(比如，不便于长途运输的，往往可贸易程度会比较低)，也跟贸易政策有关(比如，如果国际上普遍在这方面贸易壁垒很高，那么，即使便于运输可贸易程度也会很低，比如由于各国之间普遍无法自由移民，就导致服务业属于可贸易程度低的行业)。

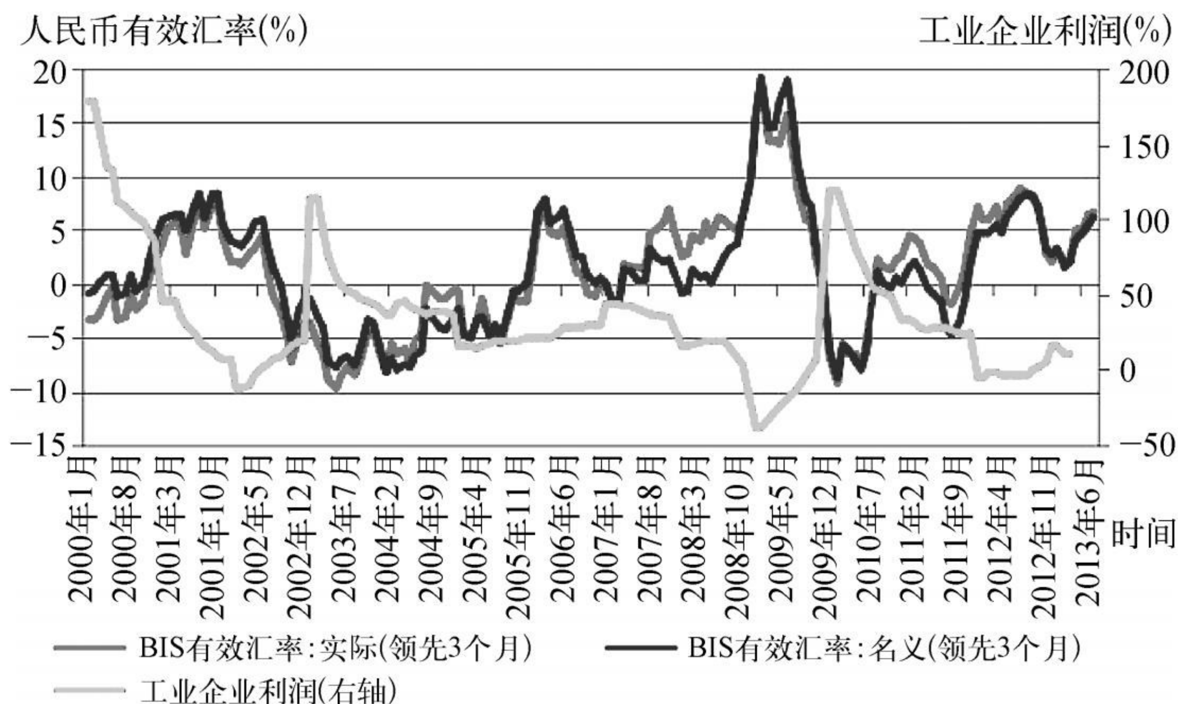
在图12.1中，医疗保健行业是十年里资产负债率下降的一个行业。为什么呢？就是因为它的可贸易程度非常低。比如，普通人能随便去美国看病吗？很难。普通人能直接用美国原产的药吗？国家医药主管部门不批准根本不可能。更何况，跨国也不能使用医保。所以，由于有强大的贸易保护和行业管制政策在里面，所以，医疗保健行业的可贸易程度很低。

再看信息技术，信息技术主要是硬件技术、互联网技术、数据处理等。这个我国也是高度保护，从而其可贸易程度很低。对于互联网，看国外的网站需要“翻墙”。

再看一下日常消费，在大卖场里的不少东西都属于这个行业(但不是全部)。决定其可贸易程度高低的，关键是渠道和不同国别的消费习惯。这也大大降低了其原本该有的可贸易程度。

那么，是什么让我想到用可贸易程度来解释行业间资产负债率的差异呢？

关键是图12.2，它清楚地显示，人民币有效汇率(由于名义有效汇率和实际有效汇率差别不大，在后文不再特别区分两者)的高低与中国工业企业(而不仅仅是出口企业)的利润呈反方向变化：人民币有效汇率越高，我国工业企业的利润就越低；反之，当我们有效汇率越低的时候，我国工业企业的利润就越好。



资料来源：CEIC；兴业研究

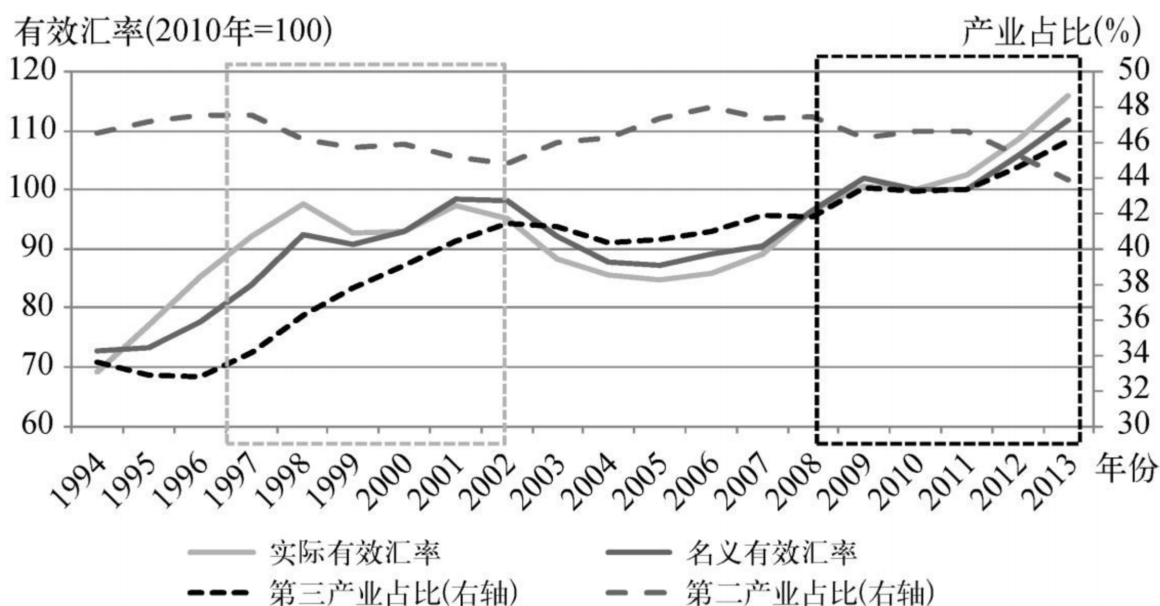
图12.2 人民币有效汇率与中国工业企业利润

对于一个企业来说，无论其最初的资产负债率有多高，只要盈利能力没有问题，最终总是可以把负债率降下来；反过来，无论其最初的负债率有多低，由于每次都无法把债还完，就会债台节节高升，最终债台高筑。一句话，恰恰是由于人民币有效汇率的持续上升导致了中国工业企业盈利能力不断受到削弱，导致其资产负债率持续上升。

我们进一步从国民经济的三次产业来观察这个问题。根据图12.3提供的资料，我们发现：在有效汇率快速上升的年份(比如1997—2002年和2008年至今)，都是第三产业占GDP比率快速上升的时期，相应地，也是第二产业占比明显下降的时期；反之，在有效汇率下降的时期，比如2003—2007年，则是第二产业占比明显回升、成就了中国“世界工厂”的时期。其之所以与有效汇率密切相关，关键是大宗商品和制造业(正好对应第二产业)是可贸易程度最高的行业，而服务业(第三产业)则是可贸易程度最低的行业。

我国当前第二产业占比的显著下降和制造业资产负债率的上升，其实正是所有有效汇率高估的经济体都不可避免地会出现的“产业空心化”现象，同时也是人们流行语言中所讲的“脱实向虚”问题的根源。

由此，图12.3也就解释了为什么大家天天说金融“不支持实体”的原因。这里的“实体”其实就是指第二产业，而显然不是指所有的行业(比如，医疗保健和服务业还是支持的，因为他们是赚钱的)。因为制造业不赚钱，而且资产负债率还在持续上升，金融企业为什么还要给它钱？无论是从盈利的角度还是从控制风险的角度，不继续给都是再正常不过的，这也是优化金融资产配置的市场机制在起作用的表现。所以，从政策的角度来说，政府应该做的不是从道德的、良好愿望的角度来呼吁“要支持实体经济”，或是用行政手段要求必须把钱贷给这些不赚钱的企业，而是要深刻反思到底是什么让几乎所有第二产业的企业都不赚钱了。



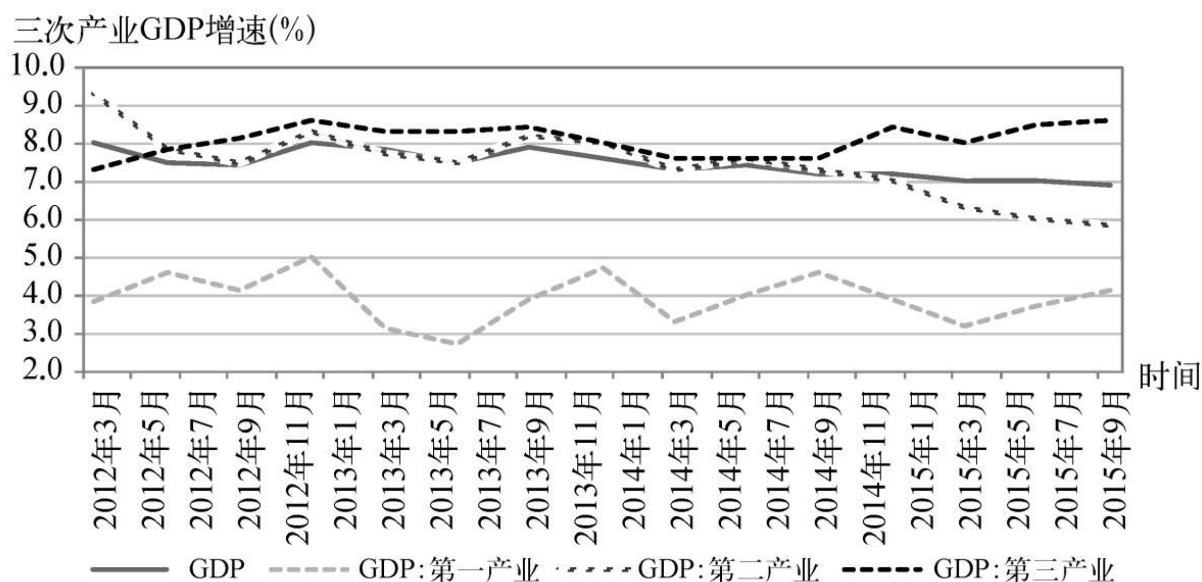
资料来源：CEIC；兴业研究

图12.3 有效汇率与第二产业和第三产业占比变化

如果从银行资产负债表反映的情况来看，最近几年银行的坏账率面临着严峻的上升压力。这些坏账从地区分布来看，主要在过去的出口强省(市)；从行业来讲，主要分布在制造业和商贸(主要是钢贸、有色等大宗商品贸易)领域。

至此，我们已经清楚地解释了微观层面企业高杠杆率产生的原因。

现在让我们转到对宏观层面杠杆高悬现象的解释上来。正是由于工业是可贸易程度高的部门，所以，如果从三次产业来观察中国的经济增长，图12.4提供的资料显示：主要是第二产业下行拖累了整个经济下行；第一产业表现比较平稳；第三产业甚至还快于整个GDP增速。而图12.5非常清楚地呈现出，人民币有效汇率与倒转之后的工业增加值同比曲线吻合得非常好。

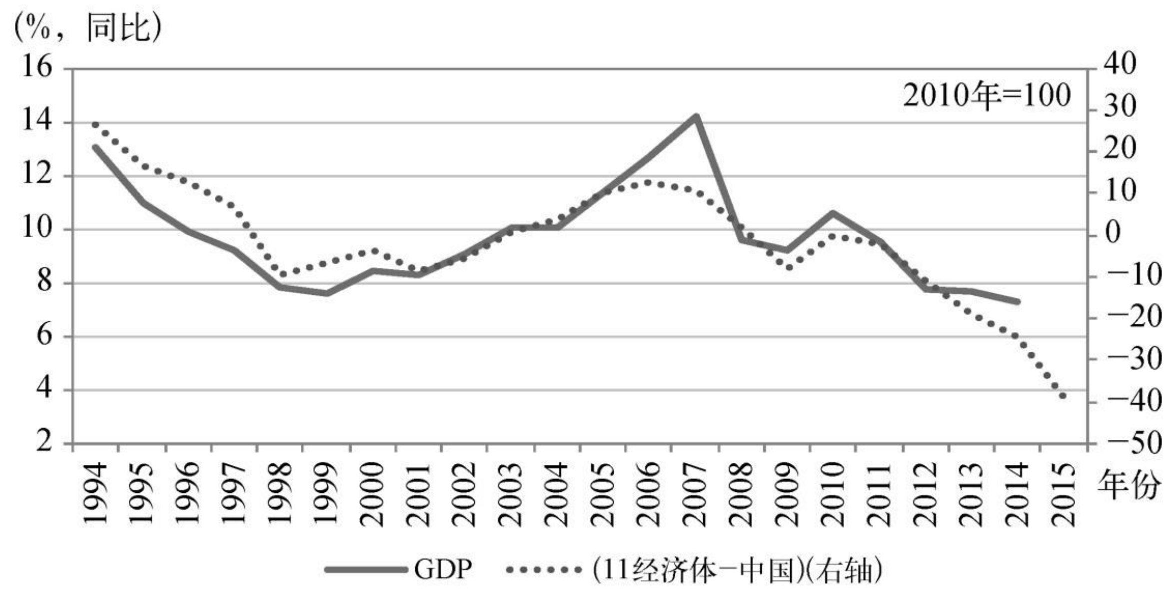


资料来源：CEIC；兴业研究

图12.4 三次产业角度的GDP同比增长

但是，从汇率的角度来说，并非任何汇率的任何升降，都会给企业和经济造成严重的问题，而要看是否存在持续偏离均衡汇率水平的

高估或低估。由于在实际有效汇率的测算中，采用不同的物价指数和加权方法，得到的均衡汇率天壤之别，因而均衡汇率主要不是一个理论模型问题，而是一个经验问题。既然实际有效汇率刻画的是产业竞争力，而我们目前显然与发达经济体之间的产业竞争程度并不高，而主要是和我们大致处于相似发展阶段的新兴经济体之间的竞争。那么，我们选择全球11个比较大的新兴经济体，将其实际有效汇率与人民币实际有效汇率进行比较：把11个新兴经济体的实际有效汇率进行平均，得到11个新兴经济体算术平均，再将其与人民币实际有效汇率进行比较。所得到的结果令人惊讶：如果把人民币高于11个新兴经济体算术平均称为“高估”，反之称为“低估”，等于称为“均衡”，那么，人民币汇率是否高估居然与过去20年来中国经济的每一轮荣衰高度一致。



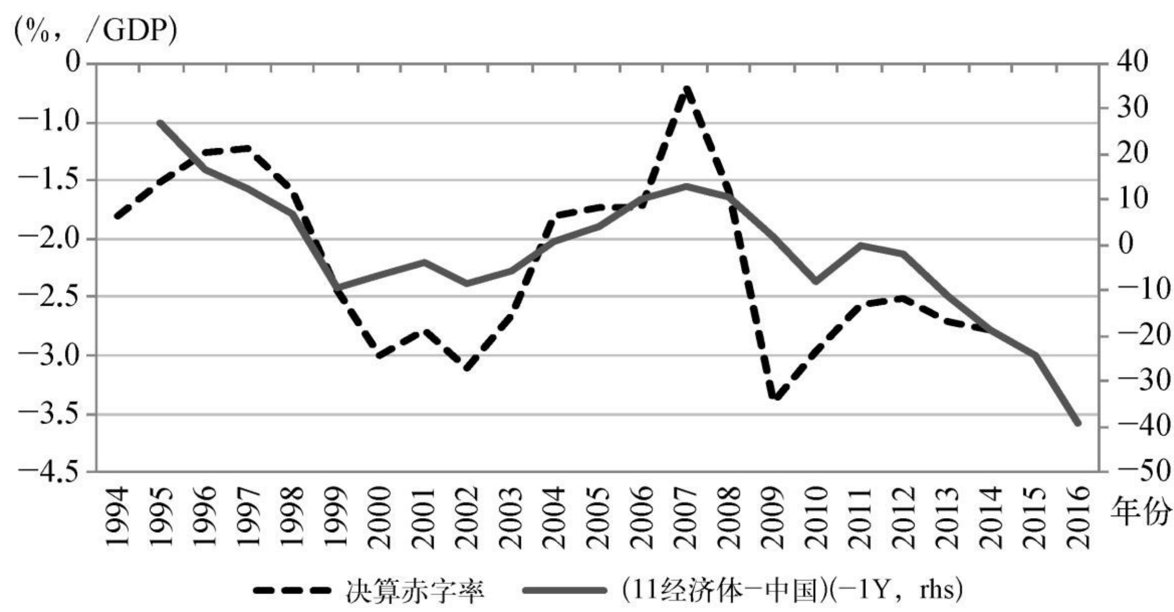
注：(11经济体一中国)就是用11个新兴经济体实际有效汇率的算术平均值减去人民币实际有效汇率，其差值大于0，表示人民币汇率低估，会导致中国经济过热；小于0，表示人民币汇率高估，中国经济会低迷；等于0意味着人民币恰恰处于均衡水平。为了方便，笔者把“11经济体一中国”在本文中称为“人民币相对实际有效汇率”。

资料来源：CEIC；兴业研究

图12.5 人民币相对实际有效汇率与我国GDP

人民币实际有效汇率变化对增长和物价的影响，直接决定了财政政策和货币政策的走向。

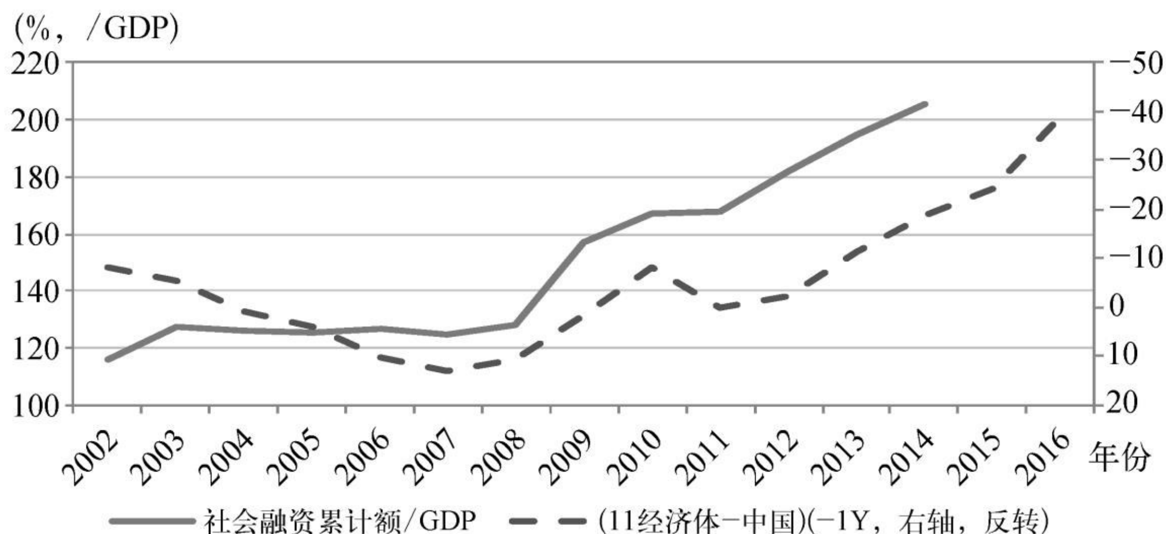
从财政政策来看，这一方面主要进行逆周期调节，在经济下行压力大时，为稳增长就不得不扩大财政赤字。因此，人民币实际有效汇率是否高估会直接决定财政赤字率的高低。图12.6提供的资料与这种判断完全一致：如果上一年出现人民币实际有效汇率高估，那么下一年财政决算赤字率就会扩大；反之，财政决算赤字率就会缩小。这种情况与我国的决策逻辑完全吻合。上一年出现了汇率高估，经济下行压力大，到年末中央经济体工作会议时，就会决定在下一年扩大财政赤字率。



注：“—1Y”表示上一年的该变量与当年的另外一个变量吻合。下同。
资料来源：CEIC；兴业研究

图12.6 人民币相对实际有效汇率与财政决算赤字率

从货币政策来看，在需要动用财政政策的情况下，货币政策的放松就是必需的。图12.7提供的资料显示，只要上一年人民币实际有效汇率高估，下一年的社会融资规模相对于GDP就不得不扩大，因为在需要财政刺激时(财政赤字率扩大)，货币政策也需要配合行动。

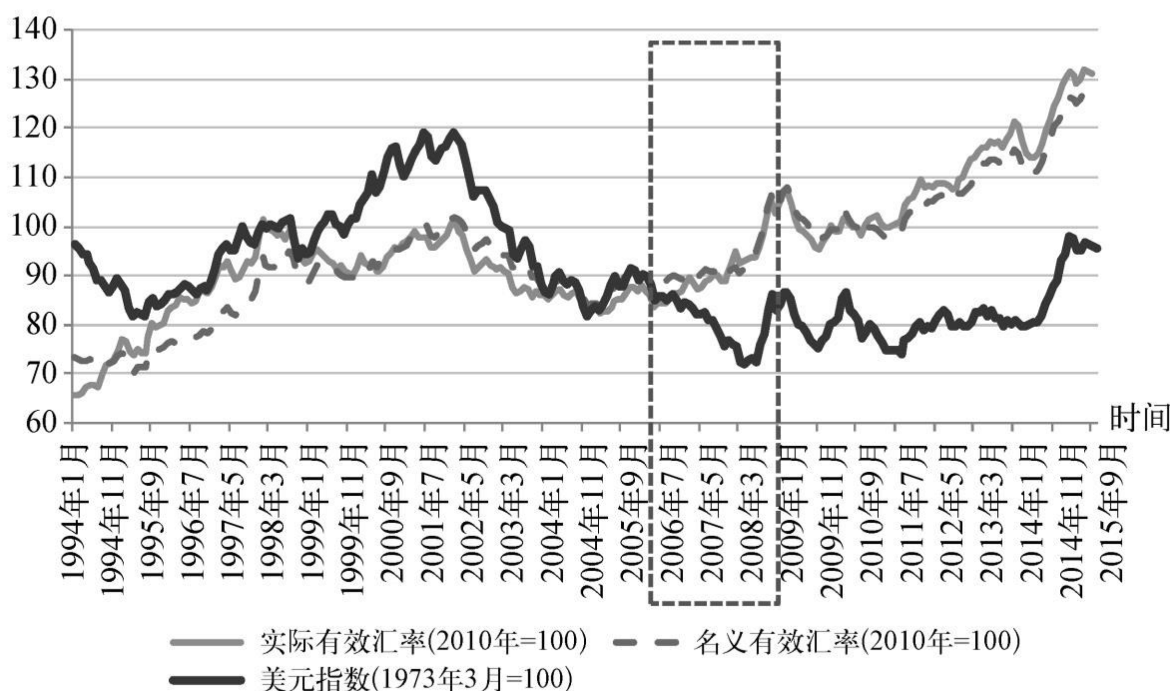


资料来源：CEIC；兴业研究

图12.7 人民币相对实际有效汇率与社会融资规模/GDP

3. 实际有效汇率高估的根源

正如前文所显示的，人民币实际有效汇率自1994年以来，有过高估也有过低估。那么，这种周期性的变化，到底是因何发生的呢？



资料来源：CEIC；兴业研究

图12.8 人民币有效汇率与美元指数

图12.8提供的资料显示：除了2006年7月—2008年初这段时间外，无论是此前固定汇率时期，还是此后的浮动汇率时期，人民币实际有效汇率的变化都和美元强弱密切相关。由此折射出人民币在本质上仍然是一种盯住美元的汇率安排，而人民币对美元双边汇率弹性的不足，直接造成了人民币实际有效汇率随美元的周期性升贬与高估或低估。

4. 结束语

我们前文的分析清晰显示：人民币实际有效汇率高估，是中国经济形成高杠杆的根本原因。这种高估的出现，主要是因为目前人民币对美元双边汇率仍然缺乏弹性。因此，去杠杆的关键是要尽快修正人

民币实际有效汇率的高估，从机制上说，就是要完成人民币汇率形成机制的改革，实现自由浮动。

第13章
去杠杆需要结构性策略

陆铭

当前中国经济的核心问题可以用债务率来表示。债务率＝债务/GDP，其中，债务代表投入，GDP是产出，因此，作为杠杆率在宏观上的一个指标，债务率的持续快速上升，反映的是投入—产出效率的恶化。究其原因，是长期以来对市场经济的规律不够尊重，市场作为配置资源的基本方式并未实现，资源利用效率被严重忽视。

1．需要结构性地去杠杆

杠杆率高是不是不好，需要作进一步的区分。如果借债是以未来的回报为基础的，那么，杠杆率解决的是融资方的金融约束问题，越高的回报，可以支持越高的杠杆率，这就不是问题。反之，如果没有足够的回报率，那么，杠杆率高则不可持续。看中国的杠杆率，必须有结构的视角。数据分析显示，总体上是欠发达地区的企业和政府杠杆率更高；而在所有制维度上，则是国有企业的杠杆率更高。这说明，恰恰是低效率的部门杠杆率更高，这样的杠杆率就是坏的杠杆率。

与此同时，有效率的民营企业却仍然面临融资难的问题。在当前已经趋松的货币政策下，民营企业融资难的问题并没有得到解决。原因何在？货币供给增加了，银行系统的贷款利率下调了，但大量的金

融资源流到影子银行去了。如果看一下影子银行里谁在借债，很多是政府融资平台在借，利率高达10％，甚至14％、15％。在一般的市场经济里，影子银行的利率也是市场竞争决定的，高利率必须与高回报对应，这样，影子银行利率高就不是严重的问题。而在中国当前背景下，政府的融资平台付高利率，不是因为它们能够得到更高的投资回报，而是以未来的税收加中央政府信用背书作为基础的。地方政府觉得以后不管怎么样都是能还的，甚至不一定以当地的税收来还，而是中央政府会帮着还。占用大量金融资源的僵尸企业也是一样道理，它们在挤占金融资源，却未必有投资回报。相反，不少国有企业被银行认为是安全的融资方，能从正规金融里得到低利率的贷款，再通过自己的金融公司将资源导入到影子银行里去，获取利率的差额。这样，正规金融里的低利率反而成了对低效率企业的补贴。同时，这就使得相对高效的民营部门面临了尴尬的局面，低利率的正规金融没它们的份，而到影子银行里，利率又被抬高到了一个超过通常盈利率的水平，还是没它们的份。如果不把僵尸企业和地方政府的融资从金融市场清理出去，金融资源错配的问题解决不了。

在金融资源存在错配的情况下，在长期，如果不去杠杆，整个国民经济有福利和效率的损失。而从短期来讲，如果人们预期现在的高杠杆没有效率和现金流作为支撑的话，那么金融市场就会反应，股市的低迷就是直接的表现。同时，全球的金融资产是在全球范围追求回报的，如果中国市场没有足够回报，那么，就会导致资本外流。甚至还会伴随着人的外流和企业的外流，而这又会进一步地恶化经济增长的前景，使得经济出现债务率持续上升的恶性循环。

债务率的上升是不可持续的，而要降低债务率，或者是降分子(即减少债务存量)，或者是升分母(即提高GDP增长率)。而升GDP则有实际增长和名义增长两种，名义增长实际上就是通胀。给定债务存量，又要降低债务率，资源配置效率越高，则实际经济增长越高，越不需要通胀。如果没有实际增长，那么就只能通胀，其实质相当于整个国家

一起还债。更严峻的问题是，在实际经济增长下滑的时候出现通胀，这就是“滞胀”，这是最坏的组合。

中国当前需要去杠杆，需要的是结构性的去杠杆。要防止“一刀切”的去杠杆带来两个负面的影响。第一，如果采取均一的去杠杆策略，很有可能对一些需要加杠杆的有效率的企业形成伤害，特别是民营部门。第二，部分僵尸企业和地方政府融资里大量是在借新债还旧债，有可能在去杠杆的过程中导致金融风险和地方政府债务风险短期被触发。但对此有长期和短期的权衡，如果要长期经济更加健康，必须短期里要允许一些破产和清算。在中央政府债务状况还比较健康的情况下，可以将一部分地方政府的债务转换为中央政府债务。但是，这样的做法必须以相应地区未来严格限制借债为前提，否则，将有可能加强“刚性兑付”预期，诱使地方政府越借越多。

2. 去杠杆的“空间思维”

看中国的效率、增长和债务问题，特别要强调空间思维。不管是政府的负债率，还是企业的负债率，数据显示，问题主要出在中西部，那里的增长更依赖投资，而投资的回报却不高。中国在城市化中土地扩张快于城市人口增长，这一现象也是在中西部更为严重。大量已经建成或在建的工业园零散分布，甚至位于偏远地区，交通不便，缺乏规模经济，缺乏足够的投资项目。大量新城出现住房空置，成为鬼城，房地产去库存压力巨大。工业园和新城投资回报不高的现象也是在中西部更严重。

无论是去产能、去杠杆、降债务率，还是提高经济增长的速度和质量，必须要有空间思维。在这个意义上，全国一致的政策解决不了问题。供给侧改革需要让供给适应需求，其中，尤其重要的就是要让供给和需求在空间上实现匹配。中国的问题是，过去十多年以来有活

力的人口流入地区(特别是大城市)的发展被抑制，而人口流出地(特别是中小城市)被鼓励发展当地零散分布的工业园和新城。

出现上述需求与供给在空间上不匹配的原因，是因为政府和社会各界不理解也不尊重地理因素对于经济发展的影响，认为用政策可以影响经济和人口的空间分布。因此，下一阶段的中国改革必须尊重区域经济和城市发展的客观规律，对不同地区的债务率采取不同的方式来解决。对于东部(特别是大城市)，要充分发挥规模经济，释放其增长潜力，通过提高经济增长速度的方式(即增分母)降低债务率；而对内陆(中小城市)，则主要采取破产、核销、债务重组、债务置换等方式(即降分子)来降低债务率；对于事实上证明投资回报低下、无力偿还债务的地区，未来应严格限制发债。

用空间的思维来去杠杆，依靠的是区域间资源配置效率的提高和更快的经济增长。在本质上，这相当于是用有效率地区的经济增长来偿还低效率地区的负债，这比各地同时出现债务率上升且继续出现资源错配要好。

3. 区域差异化的去杠杆必须尊重经济规律

如果尊重区域经济和城市发展的内在规律，那么，要使中国经济回到健康发展的轨道上，就必须要促进人口流动，让人们更自由地去追求更好的就业和收入。土地资源(建设用地使用权)的配置与人的流动方向要一致起来，而不能像过去那样，将建设用地指标作为鼓励人口流出地发展的倾斜性政策手段，与人口流动方向来个反向操作。

区域间的平衡发展，不等于均匀发展。区域经济的平衡发展应着眼于人均GDP的均等化，而不是经济和人口的均匀分布。发达国家走过的道路是人类的宝贵经验，实践证明，经济和人口集中在少数都市圈

既有利于效率，又有利于平衡，关键是要让每一个地方的经济份额和人口份额相一致，实现人均GDP的均等化。

不同的地方，不同的产业，应通过不同的方式来提高人均GDP。人均GDP等于GDP除以人口，不同的产业，要提高人均GDP，有的要通过提高GDP，有的要减少人口。大多数制造业和服务规模经济强，集聚(人多、企业多)有利于提高人均GDP。而有些产业的产量受到核心投入品数量的局限，比如农业、旅游、资源产业的产出分别受到土地、风景、资源的数量制约，这些产业要提高人均GDP，必须减少人。不同的地方和城市因为比较优势各有差异，有的地方人多更好，有的地方人少更有利于致富。在一个国家内部应统一市场，相互分工，各地形成基于本地优势的产业结构，共同富裕。在此重塑经济地理的过程中，少数都市圈将持续成为人口流入地，而其他地方成为人口流出地，恰恰是市场经济配置资源的过程。

与此重塑经济地理的长期趋势相适应，供给侧改革要有空间思维，不同的地方应实施差别化的公共政策。在人口流入地，人多会带来更多的公共服务和基础设施需求，对此，应通过投资、技术、管理来增加供给，而不应该通过控制人口来限制需求。在现阶段，中央政府应对人口流入地增加公共服务和基础设施投入，促进人口在流入地安居乐业。而在人口流出地，应放弃对于经济总量增长的考核，加强对于当地公共服务和基础设施的转移支付，减少对于偏离当地比较优势的无效产业投资。

第14章
多重目标兼容的去杠杆政策

潘英丽

当前中国经济滑入债务—通缩陷阱的风险快速上升，需要政府及时采取强有力的一揽子政策推动结构调整、突破发展瓶颈，提振市场信心，进而带动民间投资和经济强劲复苏。为此本文提供一个多重目标兼容的去杠杆综合方案。

1. 高杠杆问题的现状与危害

当前中国高杠杆债务问题主要集中在企业和(地市与县级)地方政府两大领域。

非金融企业债务据业内估算占GDP比例约在130％—150％之间。令人担忧的不仅在于杠杆过高而且在于杠杆率的急速上升。2007—2014年企业债务增长了25％以上，是新兴市场国家中增速最高的。

虽然政府负债率整体在合理区间，但是地方政府债约占三分之二。在地方政府债务中，地市与县两级政府的负债占比接近90％。据国务院发展研究中心调查，不少县政府已多时发不出工资，无力偿债的问题已十分严峻。

据瑞银估算，2014年全社会付息负担已达GDP的14％—15％，远超GDP增速；工业名义增加值的增速2015年已下降至零。高杠杆企业显然

已丧失债务偿付能力。但是出于维护自身信用的需要，商业银行采取了不良贷款腾挪术隐匿实际违约状况。隐性债务危机的危害需要政府引起足够重视，以避免其急性发作。

首先，高杠杆或隐性债务危机的危害在于拖延下去会引发全面通缩，导致传统经济持续低迷或萧条。费雪提出的债务—通缩机制指生产者价格下降导致实际利率上升，负债恶化，平仓或甩卖对价格再行打压，形成恶性循环。伯南克的金融加速器理论指出企业盈利能力下降、资产或抵押物估值下降导致资产负债表恶化。海外华人辜朝明的阴阳经济周期理论认为，企业资不抵债进入阴性周期后将致力于修复资产负债表，即使盈利也不再投资，这是日本失去20年的原因。

其次，高杠杆将自我加速，导致严重的资源错配，加大违约和“跑路”的道德风险传染，致使经济预期全面恶化，引发失控的金融市场震荡。借款人维护信用很大程度上在于维护其从金融体系获得融资的便利，高杠杆不去，增量融资无望将诱使更多借款人“破罐子破摔”或者“跑路”。而国内外市场投资者形成的负面预期和资本流出将对股市、债市和人民币汇率形成更大压力。资产估值下行与高杠杆形成恶性循环，如不能及时控制和阻断，引发全面经济金融危机的概率就会上升。

2. 去杠杆的多目标兼容与利益格局调整

2016年政府五大任务中去产能、去库存和去杠杆其实是实体和金融两个侧面的同一过程。其核心问题是谁为投资失败买单。需要做好目标兼容和成本分摊的利益格局调整。

去杠杆需要兼顾多种目标。(1) 直接目标是防风险，防范债务违约引发全面金融危机。(2) 调结构的目标，制造业内部结构调整要求

优胜劣汰，优化升级。产业结构调整需要加快现代农业和服务业发展。市场结构的优化要求竞争性行业通过兼并加强集中度以提高企业和行业规模效益。相比较，行政垄断行业需要分拆出售。国有僵尸企业可分拆出售给民营企业，大型银行的支行也可试点分拆出售的民营化改革。(3) 稳增长目标在于短期避免硬着落，长期提升潜在增长能力。(4) 社会稳定目标需要相关政策托底并惠及民生。

从利益格局调整看，高杠杆企业的四大利益集团都需分摊成本。出资人要承担亏损，高管要减薪或去职，职工需要适应分流安置和经过培训的再就业，银行要加大坏账核销。就政府而言，首先可以移杠杆，中央与省政府加杠杆，地市和县政府是去杠杆，去杠杆的政府需要撤乡并县精简机构。目前很多县政府发不出工资了，这是精简机构推进行政体制改革的最佳时机，不可错失。

3. 目标兼容的去杠杆方案

(1) 新农村建设＋城市化方案。

建议省级政府发行10年期债券，以房产商折让为前提的议价方式收购重点县城的库存房产，以小额现金支付的福利分房置换农民宅基地转为农业用地，然后由农民长期出租农地经营权给现代农业公司，租金可根据CPI做出调整，以解决农业碎片化、农地抛荒和农村凋零的问题。农民福利分房可以一定基数(比如60平方米)面积为基准，更大面积可由农民按政府收购的成本价自行购买。

通过福利分房政策促进农村留守老人和儿童集中居住在县城，以此开发人口集中居住共享公共基础设施的城市化集聚效应。省政府投资建设学校、医院和文化等公共基础设施，可采纳黄奇帆的意见，政府提供的公共服务设施全部采用两倍钢材的高标准来建设。进城农民

因为有地租收入，将带来对低端制成品和消费服务业的重要需求，促进商业、小微企业和个体经济的繁荣发展。

另外政府应把握时机积极推进以新农村为目标的社会变革。乡政府作为人民公社转制的行政机构随着农业现代化和城市化的发展其基本职能正在消亡，借手中权力和农民的弱小和闭塞，盘剥农民成为某些官员逐利的不二法门。因此需要撤乡并县进行基层行政区划和体制的变革。中西部县级政府搞了很多没有效益的开发区和鬼城，浪费国家巨量资源，现在贷款还不上，工资发不出，是推进政府行政体制变革和精简机构的极佳机会。建议政府派部队官兵、法律工作者、经济学家和大学生志愿者组织工作队下乡支农，推进撤乡并县，发展社会服务公司，向乡村自治平稳过渡。

省政府发行的债券可由商业银行购买并可质押给央行，避免挤占社会资金，拉高借贷利率，挤出民间投资。

此方案可实现多重目标兼容：可解决农民工6000万子女的教育与父母养老问题，更广泛地惠及民生，并可与二孩政策更好对接促进人力资本供给方面的代际可持续发展。可刺激低端消费需求，减轻去产能痛苦，帮助企业主动降杠杆。突破了农业现代化的发展瓶颈，促进城市化和消费服务业的发展，促进产业结构的优化。同时促进人力资本积累和国民综合素质的提高，可提升经济增长潜力，促进机会平等。我们建议先安排相对落后的省份试点，总结经验以后再复制推广。

(2) 社会托底的下岗人员分流安置与再就业工程。

建议中央政府发行10年期国债，为去产能过程中释放的劳动者提供分流安置和再培训再就业工程提供资金支持。国债主要由央行购买，国债的无风险实际利率可以降至2％—3％左右。就下岗员工和公务员的分流安置而言，政府可以根据工龄提供一次性补偿，并发放避

免倒卖的实名虚拟教育券，作为专业技术培训的政府采购，由下岗工人或农民工自行选择专业技能学习，实现再就业，并以此促进教育培训产业的繁荣与优胜劣汰。

(3) 大型国企和银行实施分支机构的分拆和民营化。

大型国企可通过分拆出售的方式去产能和去杠杆，同时可推进商业银行的信贷资产证券化，供行业龙头企业购买，通过债权转股权的方式促进行业内的企业并购。对行业领先企业的并购资金，央行或国家社保基金可以通过购买优先股的方式注资提供支持。

宏观动态角度看，去杠杆的过程意味着银行信贷增速将低于GDP增速。从利率市场化背景下银行存贷利差缩小趋势、坏账核销、传统业务脱媒以及未来与人民币国际化内在要求相适应的合理金融结构的多视角观察，我国商业银行也面临整体产能过剩的问题。另外，从所有制结构和不同规模银行结构来看，也存在国家控股大银行占比过高、民营小银行发展滞后的结构失衡。我们建议的大银行支行分拆民营化改革方案是调结构、去产能、防风险和实现金融转型的一石多鸟方案。通过推进全国性大银行的支行分拆民营化改革试点，在不扩大银行业产能的前提下形成一大批属地化、不设分子机构的民营单一银行。大银行仍可保留5％左右的少数股权，以增强分拆后的民营小银行与原有大银行之间分工协作、优势互补关系的发展。小银行以本地零售服务和小企业贷款为主，大银行可为小银行提供审计、人员培训、资信评估、风险控制和信息系统服务等业务，以大银行先进的管理、技术和文化结合小银行可能的活力和效率，降低银行业的经营成本和风险，提高银行服务供给的质量和效率。大银行支行民营化改革的益处是：可缓解现有银行资本金不足；形成风险分散和优胜劣汰的有序市场机制；大银行部分退出国内市场，重点拓展国际业务，促进资本输出与人民币国际化；以支行分拆出售作为大型商业银行混业经营的前提条件，促进银行体系多层次、多元化的转型发展。配套改革方案

是：建立保险费率规模递增的存款保险制度；健全小银行破产退出的相关机制；健全科学的银行存量资产质量与市值评估体系，完善市场定价机制，冲销相应坏账。

4. 多重目标兼容去杠杆的约束条件与可行性

我们的方案又可称为“财政精准刺激+货币定向宽松”方案。通过央行快速降低利率，配合政府债券发行的定向宽松，能否实现去杠杆、防风险、调结构、稳增长和惠民生的效果，有一些约束条件。以下分别讨论。

首先的一个约束条件是我们是否能够规避债务—通缩，实现可控的温和通货膨胀。

我们曾做过一个1901—2010年发达国家政府去杠杆的历史统计分析，发现去杠杆超过50％的国家都保持了4％的实际增长和4％的通货膨胀(见表14.1)。1946—1974年间，美国主权负债率从122％降到了32％，年通胀是3.3％。英国的主权债务高达GDP的238％，通过6.8％的年通货膨胀，最后降低到24.6％。中高速的增长加上可控的温和通胀是去杠杆取得成功的普遍经验。

表14.1不同债务削减幅度的特征：1901—2010年

削减比例	样本数	不同变量的平均值（%）				不同变量的中值（%）			
		总赤字率	名义增长	实际增长	通胀	总赤字率	名义增长	实际增长	通胀
10%以下	39	2.5	4.0	3.2	0.8	1.9	4.3	3.2	1.1
10%—30%	18	1.0	4.7	3.6	1.1	0.5	4.5	3.4	1.1
30%—50%	13	2.2	9.9	4.3	5.6	0.7	6.8	4.0	2.8
50%以上	20	0.4	8.1	4.1	4.0	0.5	7.7	4.1	3.6

注：样本中不包含发生超级通胀的国家，因为这样会使平均值失真。通胀为CPI数据，名义与实际增长是名义GDP增速与实际GDP增速。下面如果没有特殊说明，也表示类似的含义。

资料来源：熊义明："主权债务削减方式及债权国的应对"，载潘英丽等著《国际货币体系未来变革与人民币国际化》第二卷，格致出版社2014年版

以往通货膨胀通常引起资产泡沫的膨胀，加大贫富两极分化。我们的方案建议，通过中央与地方政府债券发行实现货币的定向宽松，解决三农问题，解决农民工市民化和下岗工人转岗问题，可广泛惠及民生，缩小贫富两极分化，促进消费需求，并可打破发展瓶颈，加快经济转型。温和通胀也是经济增长的润滑剂，当企业产品价格每年有2％—3％的上涨将极大地促进民间投资。另外中国经济未来10年保持5％—6％的增长速度是完全有保证的。

其次，定向量化宽松需要辅以人民币的10％左右的一次性贬值(并向正负5％的窄目标区管理浮动汇率制度切换)、强化的外汇管制、避免房地产泡沫的再行膨胀等维护汇率和金融市场稳定的相关举措。美国彼得森国际经济研究所所长亚当·波森(Adam Posen)在2016年1月27日在深圳召开的"T20国际金融论坛"上提出，人民币可以贬值10％—12％，但需要与经济刺激政策一起使用。我们认为在国内实施定向量化宽松并下调利率水平的情况下，一次性贬值是消除市场压力的必要举措，并且贬值只是一揽子"财政精准刺激+货币定向宽松"方案中的配套政策，有很强针对性和可行性的综合方案将极大提振市场信心，扭转人民币贬值预期。如此，中国经济将重新成为全球经济新动力，进而获得各国的理解与支持。

最后一个配套政策是政府必须转变立场，从帮助企业筹集廉价资本转到保护中小投资者防范商业欺诈上来，为健全的股票市场发展奠定制度基础。政府不仅需要实施自上而下的有效监管，更需要健全法律制度，赋予中小投资者保护自身利益不受大股东和代理人侵害的法律武器，促进股票市场健康发展，扩大权益资本融资，并为最终投资者提供与风险相适应的、有竞争力的回报。我们建议在上海设立全国

性金融专业法院，引入香港与新加坡法律人才和法律制度要义，在推进去地方化与去行政化的司法制度变革的过程中探索与时俱进的判例法立法机制。由此必将提振国内外投资者对中国改革开放和经济可持续发展的信心。

后记
破解中国的高杠杆陷阱

黄益平

高杠杆几乎成为令普通大众谈虎色变的经济现象，可能要归功于莱恩哈特和罗格夫在2009年出版的畅销书《这次不一样》。作者系统地梳理了过去800年来的金融危机，发现很多灾难都起源于借贷的高速扩张。今天，绝大多数经济专家认为高杠杆率已经是中国经济的一个主要风险因素。最近英国《经济学人》的一篇文章就指出，中国非金融负债与GDP之比高达240％，虽然略低于1991年开始“失去的十年”之前日本的水平，但已经接近2006年全球金融危机之前美国的水平。麦肯锡发现中国的负债率在2007—2014年间提高了83％，中国的杠杆率不但高而且还在快速上升，这确实令投资者和决策者担忧。

近年来，中国政府一直把去杠杆确定为其重要政策目标之一，在2016年的五大经济政策任务中，去杠杆位列其首。只不过迄今为止，去杠杆政策的效果并不明显，在一定意义上我们似乎陷入了一个高杠杆陷阱：因为很难接受短期调整的成本，不但宏观层面去杠杆的可能性很低，微观层面的资产重组也很难推进，金融体系转型更是无法一步到位。可惜的是，我们关于中国经济高杠杆运行机制的知识储备非常少。中国的杠杆率到底高不高？高杠杆究竟会带来什么样的后果？怎样才能有效地去杠杆？对于这些关键问题，我们的认识往往很笼统甚至似是而非。而知识储备不足，可能让实际经济部门无所适从或者盲目从事。

参加本次专题研讨会，笔者收获很大，之后逐步形成了一些对这个问题的粗浅看法。第一，判断杠杆率高低，需要考虑金融结构和偿付能力等因素。看国际比较，中国的M2/GDP比非常高，非金融部门债务/GDP比稍偏高，但债务集中的制造企业的资产负债率一直在下降。第二，并非所有杠杆都是坏的，当然高杠杆的问题不仅包括违约风险，还要看负外部性。近年国企加杠杆，民企去杠杆，而且民企的杠杆对经济增长的贡献及其利息备付率都要高于国企，民企的杠杆应该是好的杠杆。第三，短期内不宜在宏观层面过度强调去杠杆，但应该在结构层面多花功夫。多发展股权融资，通过强化市场纪律让僵尸企业有序退出，同时以政府、居民和民企加杠杆配合国企去杠杆。

1. 高杠杆，低杠杆？

衡量杠杆率的指标有多种，最广义的指标是货币供应量与经济规模的比率(如M2/GDP)，宏观讨论中最常见的指标可能是非金融部门(包括政府、居民和非金融企业)负债与GDP的比率，而对微观分析更有意义的可能是资产负债率(负债/资产)或者资本负债率(负债/权益)。虽然这些指标都有各自的重要意义，但如果讨论的是经济与金融风险，可能还是资产负债表的角度最重要。对任何债务来说，最大的风险当然是违约的风险。

2014年底中国M2/GDP之比为193％，这个比率远远超过了全球样本的平均水平63％，只有日本(240％)等少数国家的比率比中国更高一些。英国是150％多一点，美国是90％，其他一些亚洲国家如韩国、泰国和马来西亚都在140％附近。这样看来中国的货币确实发得太多了。施康和王立升(第1章)利用跨国面板数据做了一个统计分析，他们发现人口结构、收入水平、贸易规模、政府规模、汇率制度等经济变量只能解释中国的M2/GDP比率的120％左右。也就是说如果按照国际经验推算，中国的M2/GDP比率中余下的60％属于“超发”。

但如果看非金融部门的债务负担，结论又略有变化。谭小芬(第2章)发现，中国债务负担与发达国家相比并不高，但明显高于很多新兴市场国家。根据国际清算银行(BIS)的数据，2015年6月中国非金融部门总信贷与GDP的比率是244％，与美国、欧元区和韩国差不多，低于日本，但高于巴西、俄罗斯和印度。如果进一步分解非金融部门的债务，就会发现政府与居民的杠杆率并不高，非金融部门的负债其实主要集中在企业。2015年6月，中国非金融企业的债务相当于GDP的163％，远远高于同期美国的71％、日本的102％、韩国的105％和印度的50％。这个发现与中国社会科学院的余永定和陆婷的结论是一致的（第4章）。[注]

但中国企业的债务负担到底有多严重？施康和王立升(第1章)根据国家统计局规模以上企业数据计算了制造业企业的资产负债率。他们发现，从1998年起中国制造企业的资产负债率一直是往下走的，从1998年的65％下降到2001年的60％以下和2007年的58％，之后在全球危机期间虽然信贷高速扩张，资产负债率却进一步下降到2013年的56％以下。资产负债率下降，意味着股东权益(资本)在资产中的比例一直在上升。当然，如果看这个时期的所有非金融企业的数据，资产负债率还是缓步上升的，杠杆加得最快的是采矿业与建筑业。

我们可以把上面的讨论总结为以下几条发现：中国的M2/GDP比率已经处于全球高位；非金融部门负债/GDP比在全球范围看属于偏高，明显高于多数新兴市场经济，但与多数高收入经济差不多；非金融部门的负债其实主要集中在非金融企业，而不是政府和居民；即便如此，制造企业的资产负债率一直保持着下降的趋势。当然，所有工业企业的资产负债率在稳步上升，按行业看，采矿和建筑是杠杆加得最快的行业。由此可见，对于中国的高杠杆率是否太高这个问题，答案并不是一清二楚的。

政策讨论中常用的判定方法可能有三个潜在的问题。第一，负债率在各国之间是否可比？若金融体系是银行主导，负债便多。中国的M2/GDP比高于美国但低于日本，其实在一定程度上是由其金融格局决定的，不能简单地据此推论中国的杠杆率太高。第二，负债应该跟GDP比还是应该跟资产比？债务是存量，而GDP是流量，这两个变量并不完全对应。现在制造业企业负债相对GDP增加，但相对资产下降，结论就不太好下。第三，2007年以后杠杆率快速上升是永久性的还是过渡性的？“四万亿”刺激政策令负债增加，但同时增长减速，杠杆率上升很正常。我们在做经济决策时应该考虑这个特殊因素。

2. 好杠杆，坏杠杆？

我们提出判定杠杆率高低需要更为全面、具体、细致的信息，并不是要否定中国存在高杠杆风险这个假设。但我们确实需要对杠杆问题尤其是高杠杆危害形成更为客观的认识。莱恩哈特和罗格夫发现一旦公共债务与GDP之比从30％以下上升到90％以上，经济的平均增长速度就可能从4.1％暴跌到－0.1％。[注]不过，后来麻省大学的一位博士生发现这两位经济学家可能算错了。当然，政府债务与GDP的比率超过90％仍然可能拉低经济增长速度，但效果并非像莱恩哈特和罗格夫宣称的那么夸张，只是有进一步放缓。公共债务与GDP之比从30％—90％上升到90％以上，平均经济增长速度从2.8％回落到2.2％。[注]

莱恩哈特和罗格夫对高杠杆危害的警告十分重要，但准确的量化分析也很关键。说穿了，债务杠杆是现代市场经济的基本组成元素。因此，我们需要了解杠杆率的合理区间，既能有效放大经济发展的机会，又不至于引发金融灾难，而判断债务风险的最佳因素应该是偿付能力或者违约风险。但对于不同的经济和不同的部门，杠杆率的合理区间可能是不一样的。

从这一点看，施康和王立升(第1章)对“好的杠杆”和“坏的杠杆”的区分就很有意义。他们利用省级数据解释信贷增长对经济增长的贡献，发现凡是在民营企业、在经济中份额比较高的省份，信贷对经济增长的贡献就大。反过来，如果国有企业的份额高，信贷对经济增长的贡献就小。从地区分布看，内陆地区企业的杠杆率最高，沿海地区企业次之，中部地区企业的杠杆率最低。当然，简单地说民营经济的杠杆是“好杠杆”而国有经济的杠杆是“坏杠杆”，可能过于粗糙，但从平均水平看，似有一定道理。

把好坏杠杆与近年企业杠杆率的分化现象结合起来看，我们可能会对中国经济前景产生更多的担忧。谭小芬(第2章)分析了Wind的2500余家非金融上市公司的数据，发现从2003年到2007年，国企和民企的资本负债率水平非常接近，而且基本上是同步移动。但从2008年开始，两者的资本负债率发生了分化：看90分位数，国有企业的资本负债率从2007年的304％上升到2013年的350％；而同期民营企业的资本负债率则从292％下降到206％。好的杠杆在降低，而坏的杠杆在上升，这也许解释了为什么近年来信贷对经济增长的支持作用在不断减弱。

既然国企的杠杆质量不如民企，是什么原因在支持国企加杠杆、民企去杠杆呢？一是产权歧视。金融机构在配置信贷时偏好国有企业、歧视民营企业。二是产业差异。在重资产的资源类重工业，国企比较集中。民企更多的是在轻工业，而且越来越多地转向服务业。三是规模歧视。中央财经大学的苟琴与其合作者的研究就发现，银行信贷配置中的产权歧视已经日益被规模歧视取代。[注]施康和王立升的研究也有一个有意思的发现：在2013年，小规模的非国企的杠杆率远低于国企，但非国企的杠杆率随着规模的增加而提高，最大规模的国企、非国企的杠杆率的差别很小。

无论如何，债务风险主要来自于实际或者预期的偿付能力的变化。因此，看杠杆率有没有问题，还是要分析回报率和资产负债表。其中一个常用的指标是利息备付率，即息税前利润(EBIT)与利息费用之比。这个比例越低，说明企业支付利息的困难越大，违约的概率就越高。谭小芬对上市公司数据的分析表明：一、全球危机以来民企的利息备付率一直高于国企；二、近年民企的利息备付率也已经显著下降。这两条同时明确无误地指向潜在的债务风险。

因此，我们在分析杠杆率问题时，看部门或个体的数据可能比看综合的数据更有意义，因为这样更容易识别主要风险源。高杠杆率和低利息备付率主要集中在内陆地区、重化工业和国有企业，这一类杠杆就是坏的杠杆。而杠杆率相对较低但利息备付率相对较高的则主要是沿海地区、轻工业与服务业和民营企业，这一类杠杆就是好的杠杆。去杠杆政策的目的应该是减少坏的杠杆、增加好的杠杆。这个分类揭示了实施去杠杆政策的难度，不过绝大部分坏的杠杆的背后都是有政府担保的，也就是说坏杠杆降低效率、影响增长，但它们不见得马上会引发债务危机。在国家真正放弃支持以前，国企(包括国有金融机构)实质上是可以跟政府并表的，起码政府会承担“剩余风险”的责任。这可以为去杠杆政策赢得一点时间和空间。

王鹏飞(第5章)认为高杠杆的风险并不仅仅局限于债务违约本身，更重要的可能反映在一系列的负外部性上：第一种负外部性就是过高的杠杆会导致资产的“投降式抛售”；第二种负外部性是资产泡沫；而第三种负外部性是信贷市场的多重均衡而可能导致的蝴蝶效应。这些外部性的共同特点是借贷个人或机构不会或者无法考虑到，但它们恰恰最容易引发整个金融部门的不稳定。这类外部性问题只能尽量通过系统性风险分析与宏观审慎监管来克服。

3. 去杠杆，加杠杆？

既然存在杠杆过高的风险，去杠杆就义不容辞。从理论上看，一个国家如果杠杆率太高，大概有六条化解的途径：加剧通胀、压低利率、增加税收、加快增长、违约破产和外部援助。这些途径落到实际操作层面，都是说起来容易做起来难。目前最常见也是最具争议性的举措是央行收紧货币政策，逻辑很简单，偏紧的货币政策会遏制货币供应量、信贷甚至整体债务的增长速度，这样就有可能把杠杆率降下来。但事实上，在宏观层面“去杠杆”的难度非常大。以常用的M2/GDP指标为例，去杠杆的唯一途径是把M2的增速降到名义GDP的增速之下，这在短期内几乎是无法想象的。

前几年瑞典央行内部发生了一场关于“逆势调控”的争论。当时瑞典经济减速、通胀下降，但央行的大多数决策者因为担心已经过高的居民负债而拒绝采取货币政策宽松。当时的副行长拉尔斯·斯之森(Lars Svenson)力主降息，先稳住经济与通胀。可惜他的理念没有获得认同，最后只好辞职离开了瑞典央行。他在之后的一份研究中指出，瑞典央行的政策所产生的负面效应是收益的几百倍。

宋国青对这个问题提出了一个简单明了的分析框架，即杠杆率同时包括分子(债务)和分母(GDP、资产)两个元素。任何旨在去杠杆的政策需要同时考虑对分子与分母的影响。徐建国(第6章)关于“越降越高的杠杆”的论断就是基于这样一个框架，收紧货币政策可能放慢债务增长速度，但如果名义经济增长速度(包括通胀率和实际增长率)下降更快，杠杆很可能不降反升。我国经济自全球危机以来似乎就陷入了这样一个境地。在目前的情况下，以去杠杆为目的的偏紧的货币政策还可能导致一个意想不到的结果，即进一步提高国企的信贷比例、降低民企的信贷比例。

这样看来，对于去杠杆这样一个重要的政策目标，最好不要在宏观层面急于求成，贸然去杠杆容易整出大问题。从国际经验看，大多数真正意义上的“去杠杆”都是在金融危机之后的被迫调整过程，主

动顺利调整的很少(第7章)。所以，未来一段时期，中国的总杠杆率可能还会继续上升。好在目前中国政府和居民的两张资产负债表还比较健康，可以为去杠杆政策争取一点时间。如果想在宏观层面约束负债增长，最好是采取微观或宏观审慎政策。如果一定要动用货币政策手段，那就应该同时考虑对杠杆率的分子与分母的影响。有的时候，松就是紧，紧就是松。

但这并不意味着可以无限期地拖延去杠杆政策。恰恰相反，我们发现个别领域的高杠杆不但有较大的违约风险，也已经严重影响宏观经济表现。陆铭(第13章)提出的去杠杆需要结构性策略的观点十分重要。我们可以考虑起码三个方面的结构性去杠杆举措(第14章)。第一，改变融资结构，积极发展多层次的资本市场特别是股权融资。中国的金融体系一直是间接融资为主，特别是商业银行主导，这个金融格局直接造成了我国总体杠杆率偏高的事实。去杠杆的一种方法就是增加股权融资的比重、减少债务融资的比重。但发展直接融资渠道既要让市场机制发挥决定性作用，又要加强审慎监管。试图人为推动资本市场繁荣或者放任新型融资方式野蛮生长，最后不但很难达到去杠杆的目的，还有可能酿成新的金融风险。

第二，尽可能地控制甚至减少坏的杠杆，增加好的杠杆。既然中国高杠杆率的问题主要集中在非金融企业，特别是在内陆地区、重化工业和国有企业，其实很多已经变成了僵尸企业，它们的杠杆率高，利息备付率低。因此，去杠杆政策就应该努力把它们的债务降下来。僵尸企业占用的金融资源越来越多，其实就是“金融不支持实体经济”的一个主要原因。关闭僵尸企业就可能明显降低企业部门的负债率，其实也是降低杠杆率的分子的一条重要途径(第9章)。不过在执行过程中，一是应该尽量保持一个平稳的过程，中央政府应该主动承担人员安置和债务处置的责任。二是不要再由政府层层下达关闭僵尸企业的行政命令，而应该通过强化市场纪律，让无法在市场上生存的企业退出。

最后，去杠杆和加杠杆相结合，争取在尽量降低总杠杆率的前提下提高杠杆的质量(第10章)。既然高杠杆主要集中在国企，而政府、居民和民企的杠杆率尚处合理区间，去杠杆的转圜空间就比较大。国企去杠杆可能产生的紧缩效应，也可以通过其他部门比如政府和居民的加杠杆来缓冲。但政府和居民的杠杆率合理，也只是一个相对的概念，也许这就是最后一次加杠杆的机会，应该珍惜。最佳的结果是通过政府和居民的加杠杆为未来的可持续增长创造一个良好的条件。从这个意义上说，政府通过增加负债刺激经济增长或者居民增加负债置换房地产市场的库存，可能都不是上策，因为它们很难带来可持续的增长。如果政府通过加杠杆来化解僵尸企业，确立市场制度，或者投资技术创新，克服基础设施瓶颈，会更有意义。

---

1. 余永定、陆婷：《中国企业债对GDP比的动态路径》，《世界经济》2015年5月。
2. Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S. (2010), Growth in a Time of Debt, Working Paper 15639, National Bureau of Economic Research.
3. Thomas Herndson, Michael Ash and Robert Pollin, “Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Roggoff”, Working Paper Series 322, April 2013, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst.
4. 苟琴、黄益平、刘晓光，《银行信贷配置真的存在所有制歧视吗？》，《管理世界》2014年第1期；苟琴、黄益平：《我国信贷配给决定因素分析》，《金融研究》2014年第8期。